Les essentiels de la banque et de la finance

BANQUE · FINANCE · SOCIAL · GESTION · DROIT · MARKETING

Ingénierie financière

2e édition

Philippe Thomas





Ingénierie financière

2e édition

L’auteur

Docteur ès Sciences de Gestion (spécialité Finance), titulaire d’un Master en Finance, **Philippe THOMAS** est Professeur de Finance à ESCP Europe. Il y enseigne les disciplines *Corporate Finance* (analyse et évaluation financières, fusions-acquisitions, ingénierie financière). Il est directeur scientifique du MS Finance ESCP Europe à Paris et à Londres et directeur académique du *MSc Finance & Banking* de l’École Supérieure des Affaires à Beyrouth.
Il exerce également des fonctions de consultant dans le domaine des fusions-acquisitions et du *Private Equity*.
Philippe THOMAS a occupé différents postes dans le secteur financier, puis dans le groupe Reuters.



ISBN : 978-2-86325-636-7
Code Géodif : G70738

Diffusé par les Éditions d’Organisation – 1, rue Thénard – 75240 Paris Cedex 05

Les essentiels
de la banque et de la finance

Ingénierie financière

2e édition

Philippe Thomas

Professeur de Finance
ESCP Europe





Du même auteur

COLLECTION MASTER

- **Analyse financière**. Approche internationale – CFA
- **Fusions-acquisitions**

COLLECTION LES ESSENTIELS DE LA BANQUE ET DE LA FINANCE

- **Analyse boursière fondamentale**.
  Recherche Actions – *Equity Research*
- **LBO**. Montages à effet de levier. *Private Equity* (2e éd.)
- **Les offres publiques**
  En collaboration avec Marc Demuth
- **Principes de finance d'entreprise** – *Corporate Finance* –
  Création de valeur (2e éd.)
- ***Real Estate* – Finance de l'immobilier**
  En collaboration avec Arnaud Romanet-Perroux

HORS COLLECTION

- **Analyse du risque de crédit** – Banque & Marchés
  En collaboration avec Cécile Kharoubi



SOMMAIRE

INTRODUCTION

La logique financière des actionnaires les conduit à rechercher la maximisation de la rentabilité de leurs investissements et d'en réduire le risque. Pour ce faire, sur la base de fondements théoriques éprouvés, un corps précis de règles formalisées a été établi, contribuant à la prise de décisions optimales. Cependant, ce modèle connaît nécessairement des limites, tant en ce qui concerne les performances que le risque.

En complément à cette finance standard, conventionnelle, s'est développée une finance alternative très usitée : l'ingénierie financière. Discipline empreinte d'un certain empirisme, elle se définit, par défaut, en référence au moyen de sa mise en œuvre : le montage financier. Dans la vie des affaires (entreprises, gestion de patrimoine), ces montages sont relativement fréquents et concernent souvent des actifs d'une relative envergure.

Le concept d'ingénierie, emprunté au génie civil, renvoie dans ce contexte à une construction réfléchie et originale pour apporter une solution à une question financière… faisant appel au génie financier ! Appliqué à la finance et à la gestion, il se fonde sur la notion de levier : le recours à des outils particuliers permettant d'accélérer l'atteinte des objectifs financiers. De la sorte, l'ingénierie financière se propose, par des constructions originales, d'accroître et d'amplifier la performance d'investissements, en accroissant leur rentabilité et en réduisant leur risque.

Bien entendu, ces montages financiers sont multiples, très divers et engagés dans de nombreux buts particuliers. Dès lors, l'ingénierie financière est souvent logiquement considérée par ses différentes applications. Toutes ont un point commun : il s'agit toujours d'une architecture spécifique dédiée à une opération, souvent sophistiquée, mobilisant et assemblant des outils et techniques relevant de plusieurs disciplines.

L'objectif de cet ouvrage est de proposer une synthèse sur cette discipline et de contribuer à la structurer. De la sorte, utilisateurs

(bénéficiaires, intermédiaires), analystes et parties prenantes de ces opérations pourront disposer d'une vision plus cohérente, générique et structurée de cette discipline.

Cet ouvrage est composé de trois chapitres. Le premier présentera le cadre global de l'ingénierie financière afin de la définir et de tenter d'en organiser les outils et les concepts mobilisés. Ensuite, dans le deuxième chapitre, les instruments utilisés en ingénierie seront passés en revue et regroupés en six leviers thématiques. Le dernier chapitre « balisera » la discipline, en présentant ses grands domaines d'applications possibles.

CHAPITRE 1

Le cadre de l'ingénierie financière

L'ingénierie financière est un concept assez flou, voire ambigu quant à ce qu'elle recouvre réellement.

Souvent définie par une énumération, à géométrie particulièrement variable et plus ou moins complète, de techniques ou applications possibles, elle ne correspond pas à un concept précis s'inscrivant dans un cadre théorique propre.

Cette difficulté décrit l'ingénierie financière comme une pratique, plus que comme une discipline. Il est donc d'abord nécessaire de la replacer, en tant que discipline, dans un cadre méthodologique.

1.1 Un concept aux contours flous

Faute d'une théorie unifiée, l'ingénierie financière emprunte à plusieurs champs. Elle semble néanmoins s'organiser autour d'un point d'équilibre que constitue la notion de **montage financier *ad hoc***.

1. Un incontestable problème de définition

Abondamment évoquée par les praticiens de la finance (banques, assurances, sociétés financières, juristes, directions financières, conseils et presse spécialisée), l'ingénierie financière est généralement considérée subjectivement par ses utilisateurs au regard de ses finalités.

Il n'en existe pas de définition standard, univoque.

a. L'absence de définition légale

L'expression « ingénierie financière » est largement installée dans le vocabulaire des affaires depuis une trentaine d'années. Son seul fondement légal explicite est la loi bancaire de 1984. Elle y fait

référence dans son article 5.5 qui la classe comme l'une des activités connexes aux opérations de banque. Le texte se fonde d'ailleurs plus sur un constat que sur la volonté de définir cette activité.

Le recours au dictionnaire est riche d'enseignements. La définition générale de l'ingénierie peut être adaptée au contexte financier. Selon *Le Larousse*, l'ingénierie[1] est l'étude d'un projet industriel sous tous ses aspects (techniques, économiques, financiers, monétaires et sociaux) qui nécessite un travail de synthèse coordonnant les travaux de plusieurs équipes de spécialistes[2]. Par analogie, l'ingénierie financière peut se définir comme l'étude d'un projet financier sous tous ses aspects mobilisant un ensemble de spécialistes. Cette approche peu précise, commode et générale, doit être détaillée. Dans le contexte financier, l'ingénierie ne se borne pas à une étude mais inclut la réalisation concrète du projet ; à la composante d'étude (et de faisabilité) s'ajoute une phase de réalisation effective d'exécution.

Absente de la théorie économique et financière, la finance ne l'a considérée que de manière incidente dans son champ. Il n'est d'ailleurs pas possible de trouver une définition dans la doctrine financière (littérature théorique, normes professionnelles, CFA).

L'ingénierie financière fait l'objet de définitions positives, empiriques (parfois intuitives) plus que normatives, au regard des outils utilisés et des buts poursuivis. Si l'expression s'est fortement banalisée et appartient au langage courant financier, il s'agit d'un *umbrella term*, qui renvoie à des définitions fonctionnelles, à une sorte de « catalogue » d'opérations financières. L'abondance des applications recensées renforce le sentiment de flou et l'hétérogénéité du concept.

Certains auteurs l'assimilent à une forme de gestion financière avancée, se situant « au-delà » de la gestion courante, en se référant à une série de domaines d'application précis. D'autres, en référence à son large champ, l'abordent au regard de ses utilisations les plus fréquentes, autour de ses usages privilégiés : les questions de financement et du contrôle de la firme. Enfin, des auteurs optent pour une approche générique[3], postulant que l'ingénierie financière regroupe tout ce qui est relatif au développement de la firme.

1. De « ingénieur », de l'anglais « *engineering* ».
2. Elle s'entend à l'origine dans le génie civil.
3. Conciliatrice et fédératrice.

Ces définitions, peu éclairantes, laissent les utilisateurs libres de retenir la définition qui leur convient. On notera que les praticiens « font » de l'ingénierie financière sans exprimer le besoin d'une réflexion sur sa définition.

Les « définitions » ont en commun l'appréhension juridique (traitement d'une opération) d'une logique financière, souvent parabancaire (recours à des institutions financières pour sa conception et sa mise). Elles font également explicitement référence à une notion d'innovation financière.

Il est peu de domaines de la finance qui se singularisent par une telle difficulté cognitive et imprécision conceptuelle.

Il semble pourtant que l'ingénierie financière constitue une discipline à part entière. Quelques ouvrages lui sont consacrés[4]. Elle est enseignée dans de nombreux programmes de *business schools* et d'universités et des diplômes spécialisés en droit ou gestion sont délivrés par ces institutions. En pratique, de très nombreux métiers financiers se revendiquent de son champ. Enfin, la presse, généraliste, y fait parfois référence, en des termes souvent négatifs.

b. Approche américaine *versus* Approche continentale

Naturellement inscrite dans le domaine de la finance, l'ingénierie fait, à travers le monde, l'objet de deux approches très différentes. La première, anglo-saxonne, la rattache au champ de la finance de marché, alors que la seconde, européenne, la considère comme relevant de la finance d'entreprise.

En finance internationale, l'ingénierie financière est une discipline scientifique, relevant d'une approche quantitative en finance de marché. Cette **Ingénierie Financière de Marché** s'inscrit dans une logique pluridisciplinaire reposant sur la théorie financière du marché et des produits financiers, les méthodes quantitatives et la programmation. Aussi définie en tant que *computational finance*, elle consiste en un traitement mathématique des problèmes d'investissement, de *trading* et de *hedging* sur les marchés financiers et de mesure du risque des instruments créés[5]. Généralement pratiquée

4. Le nombre d'ouvrages d'ingénierie financière est limité au regard de l'importance économique de ces opérations.
5. Voir sur ce sujet : S. Nefti (2008), *Principles of financial engineering,* 2e éd., Academic

par les *quants* en finance de marché, elle consiste essentiellement en une modélisation faisant appel aux disciplines scientifiques (mathématiques, physique…) et requiert des aptitudes en techniques quantitatives. Se prêtant par définition au formalisme, elle s'appuie sur un corpus théorique particulièrement solide et riche, fondé par des académiques réputés, certains de ses contributeurs majeurs ayant été récompensés par le Prix Nobel d'Économie. Emprunte d'une forme de créativité (construction de produits, de stratégies d'investissement et de couverture), cette ingénierie financière se consacre à l'innovation (élaboration de nouveaux outils ou amélioration permanente des outils existants). Elle correspond à une vision « avant-gardiste » de la finance de marché, consacré, pour l'essentiel, à des questions de *pricing* et de mesure des risques.

L'examen détaillé de son champ d'application renvoie à trois types d'activité : l'innovation en matière de titres financiers, l'innovation dans les processus financiers sur le marché et la création de solutions pour résoudre des problèmes de *Corporate Finance*. Un lien existe donc avec les questions financières propres aux firmes, permettant une articulation avec la seconde approche.

L'acception européenne de l'ingénierie financière l'inscrit résolument dans le champ de la finance d'entreprise – autour de problématiques liées à la valeur des firmes, à la création de structures *ad hoc* – et de l'obtention de gains fiscaux. Cette approche multidisciplinaire cherche à traiter des questions relatives aux opérations financières des entreprises. Intimement liée au droit des sociétés et à la fiscalité, elle fait référence à des solutions créatives et imaginatives organisées autour de la firme et plus largement de tout portefeuille d'actifs.

Cet ouvrage s'inscrit dans le champ de cette **Ingénierie Financière *Corporate***.

Une certaine forme de (ré)conciliation entre les deux approches est de mise pour les grandes firmes (cotées ou actives sur les marchés financiers) et pour quelques problématiques *Corporate* qui ne peuvent trouver des solutions que par des innovations financières réalisées sur les marchés. Par exemple, les opérations de titrisation, de

---

Press, Advances Finance Series, 696 p. et P. Beaumont (2003), *Financial Engineering Principles: a unified theory*, Wiley, 320 p.

financement de projet complexes, la couverture de risques *Corporate* (climatiques par exemple), l'émission de financements hybrides structurés imposent une collaboration entre les deux approches. Les travaux de Finnerty (2002, 2007) illustrent ce rapprochement, voire cette symbiose entre les deux disciplines. Pour de petites firmes ou pour des problématiques ne supposant pas un traitement par le marché financier, l'ingénierie financière s'entend dans son acception classique, purement *Corporate*.

c. La référence explicite : le montage *ad hoc*

Dans l'approche de l'ingénierie financière sous l'angle *Corporate*, le dénominateur commun aux différentes définitions est la référence explicite à la notion de montage, d'architecture.

Un montage est une opération au terme de laquelle un dispositif est en état de fonctionner, de produire ses effets. Il se définit comme « l'action de mettre ensemble, par des techniques appropriées, des éléments de diverses origines pour obtenir un effet particulier[6] ». Le montage doit aboutir à une situation de fonctionnement, avoir un effet concret.
Il s'entend aussi comme une construction, se rapportant à l'action d'élever, référence directe au génie civil origine de l'ingénierie. S'agissant d'élever, le montage[7] permet un parallèle au levier, « qui fait monter ».

Un montage peut s'analyser de deux manières :

- une logique séquentielle : suite d'étapes,
- une approche dynamique : enchaînement d'événements à effet liés.

La seconde lecture, impliquant une coordination, convient mieux au cas de l'ingénierie financière.

Quoi qu'il en soit, la notion de montage invite à considérer une situation nouvelle résultant de sa construction et de ses effets.

La référence au montage dépasse la seule construction financière qui imposerait « matériaux, ciment et constructeurs (architectes et maçons) financiers ». L'ingénierie financière renvoie explicitement à un

6. *Dictionnaire encyclopédique Larousse.*
7. La racine de montage est latine « *mons*, *montis* » : montagne.

montage qui impose sa traduction juridique. Dès lors, elle impose de raisonner sur la forme du montage (contrat ou société), les personnes (morales ou physiques) qui y sont associées et le but poursuivi, tous éléments devant s'inscrire dans le respect des règles d'ordre public.

Pour les juristes, un montage présente deux caractéristiques :

➔ c'est l'élaboration d'une construction faite d'un ensemble d'actes dans le but de dépasser la situation contraignant les parties avant sa mise en œuvre,
➔ il vise une optimisation permettant de dépasser l'effet de solutions préconçues envisageables pour traiter la question posée.

Cette lecture s'avère pertinente pour l'ingénierie financière.

Le montage[8] est une construction qui suppose la mise en place et l'utilisation d'une structure. L'ingénierie financière implique le recours à des structures dédiées permettant la réalisation de l'opération, souvent spécifiquement construites pour l'opération.

On distingue :

→ le *special purpose vehicule* (SPV) : structure de pur portage du montage souvent de durée limitée (structures de flux),
→ la *special purpose company* (SPC) : structure durable ayant un réel contenu (structure de stock).

Selon son degré de sophistication, le montage est réputé simple (une structure et/ou outil), complexe (plusieurs structures et outils) ou hyper complexe (multi structures et outils).

Intimement liée aux modalités légales qui conditionnent sa mise en œuvre, l'ingénierie financière suppose donc une traduction juridique, avec laquelle elle devra être parfaitement coordonnée.

d. L'ingénierie financière *Corporate* dans la littérature

L'ingénierie financière (*Corporate*) occupe une place marginale dans la littérature financière. Alors qu'elle correspond à d'importantes opérations financières, elle est, pour l'essentiel, décrite dans des publications professionnelles. Les articles qui lui sont consacrés dans les revues académiques sont rares.
Pour Galitz (1995), elle vise à restructurer une situation financière pour en

8. Qu'il soit juridique ou financier.

générer une plus attractive. Finnerty (1998) l'assimile à l'innovation pour résoudre des problèmes de finance. Pour Harvey (2005), elle correspond à une combinaison d'instruments financiers pour créer de nouveaux produits.

L'ingénierie financière relève d'un **genre empirique.**

Les ouvrages spécifiques qui lui sont consacrés traitent généralement deux aspects :

→ une présentation succincte de sa méthodologie de mise en œuvre, insistant sur les outils classiques de finance d'entreprise (analyse et évaluation financières) qu'elle suppose d'utiliser préalablement à une opération,
→ une recension d'outils, de montages et d'opérations d'ingénierie en tant que telles, selon le type de finalité principale retenue par les auteurs.

D'autres ouvrages, professionnels, consacrés à certaines opérations, confirment ce caractère empirique et appliqué.

L'ingénierie financière ne repose, *a priori*, sur aucun fondement théorique spécifique et ne s'inscrit pas d'emblée, dans un champ précis, la privant de ce fait d'un cadre conceptuel rigoureux.

Les définitions proposées, étoffées par la communication des professionnels du secteur, peuvent être distinguées selon deux critères :

→ la nature de la définition : des auteurs retiennent une définition normative, où l'ingénierie est définie synthétiquement par une norme plus ou moins conceptuelle, alors que d'autres la définissent de manière positive par la finalité de ses applications,
→ le champ de la définition : des auteurs retenant un champ restreint alors que d'autres optent pour un spectre large, parfois générique.

Il est, en conséquence, difficile de disposer d'une définition unique et claire de l'ingénierie financière puisqu'aucun consensus ne se dégage de ces définitions.

Une revue des ouvrages spécialisés montre que les principales applications de l'ingénierie financière sont envisagées autour de deux axes :

➔ la problématique du contrôle des firmes : acquisition et défense du contrôle,

➔ l'optimisation du financement des firmes, avec une référence aux questions de financement structurel.

Les opérations financières relatives aux prises de contrôle des firmes[9] sont nombreuses et constituent le domaine d'application le plus fréquent de l'ingénierie financière. On peut alors la rattacher au champ théorique du contrôle des firmes et de la théorie de l'agence, pouvant expliquer la finalité et la complexité de certains montages. Cette contribution pertinente ne fournit pas pour autant un cadre convenant à toutes les opérations.

Intimement liée pour sa réalisation à l'ingénierie juridique, on constate un flottement dans l'ancrage de la discipline, générant un argument critique : l'ingénierie financière relève-t-elle vraiment du champ financier ?

2. Une conceptualisation par le modèle de création de valeur

Pour doter l'ingénierie d'un cadre conceptuel facilitant sa lecture et sa compréhension, on utilise le modèle *Corporate* de création de valeur. Cette approche menée sur le cas de l'actionnaire d'une firme pourrait être étendue à tout détenteur d'un patrimoine privé ou social.

a. Rappels sur le modèle *Corporate Finance*

Le modèle *Corporate Finance* stipule que les actionnaires, propriétaires d'une firme, cherchent à maximiser la rentabilité de leur investissement, mesurée par le TSR (*Total Shareholders Return*), indicateur universel de la performance.

Le TSR est défini par : $TSR = (ES + \Delta P)/P0$

avec :

ES : *Equity Service* : dividendes et *repayments*[10]
ΔP : variation du prix de l'action sur la période
P0 : prix de l'action en début de période.

Dans le même temps, les actionnaires s'exposent à un risque relatif à la rentabilité de leur investissement (aléa portant sur les TSR futurs). Ils

9. En particulier les opérations de fusions-acquisitions.
10. Autres moyens de rémunération des actionnaires : rachats d'actions, remboursement du capital, etc.

formalisent, du fait de leur position d'arbitrage, à partir d'une mesure rigoureuse de ce risque, la rentabilité minimum qu'ils attendent de leur investissement en actions.

On en déduit une approche formalisée des objectifs des investisseurs[11], qui exigent une rentabilité minimum exprimée par Re (*return expected*) :

$$Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

avec :

- Rf : taux sans risque (emprunt d'État)
- β : mesure du risque systématique de l'action
- Rm : rentabilité globale du marché.

L'objectif de l'actionnaire, qui s'impose à la firme, est logiquement la maximisation de la valeur au-delà d'un seuil minimum égal à Re, soit :

Max (TSR > Re)

La réalisation de cet objectif peut être obtenue par deux voies : la maximisation de la valeur de l'action et/ou la maximisation de l'*Equity Service* (versements de la firme à ses actionnaires).

La théorie financière postule que la voie principale est la maximisation de la valeur de ses actions, définissant un objectif unique commun aux actionnaires et à la société.

On en déduit un cadre robuste pour les décisions financières. L'*Equity Service* joue un rôle minoritaire, accessoire, mais non nul. La thèse de la neutralité de la politique de dividendes valide le raisonnement sur l'objectif de valeur. Quoi qu'il en soit, ces deux moyens envisageables ne sont pas contradictoires au plan opérationnel. Pour aboutir à la maximisation de sa valeur, la firme doit entreprendre une série d'actions également de nature à permettre, le cas échéant, la maximisation de la rémunération directe de l'actionnaire.

Que l'analyse s'inscrive dans une approche empirique ou formalisée de la création de valeur, au niveau d'une firme, ces objectifs financiers seront atteints si celle-ci maximise la rentabilité des capitaux engagés et minimise le coût des financements mobilisés (capitaux investis).

---

11. Pour une présentation détaillée du modèle de création de valeur, voir, dans la même collection, Ph. Thomas, *Principes de Finance d'Entreprise.* Corporate Finance – *Création de valeur*.

Firme	
Fixed Asset	*Equity*
+ *Working Capital*	+ *Debt*
= *Capital Engaged*	= *Invested Capital*

Création de valeur par la firme si :

rentabilité des capitaux engagés > **coûts des capitaux investis**

La mesure du coût des capitaux investis est réalisée par la moyenne pondérée (en valeur de marché) du coût individuel des ressources financières mobilisées : le WACC.

$$\textbf{WACC} = [(Rf + \beta \times (Rm - Rf)) \times (E/E + D)\ ] + [(\ i \times (1 - \ t)) \times (D/E + D)\ ]$$

Il dépend du coût individuel des ressources financières et de leur pondération dans les capitaux investis, c'est-à-dire le rapport entre la dette financière et l'*Equity*, exprimé par le ratio D/E ou *gearing* (levier financier).

WACC = f (kE, kD, D/E)

La mesure de la rentabilité des capitaux employés peut être réalisée par plusieurs indicateurs, mais la mesure doit être :

– appréhendée au niveau des comptes de groupes ;
– basée sur le *Free Cash Flow* généré ;
– considérée sur la totalité du portefeuille d'actifs.

L'indicateur correspondant à cette approche rapporte le *Free Cash Flow to the Firm*[12] dégagé par l'ensemble du portefeuille d'actifs à ce total d'actifs (égal au montant total des capitaux investis), soit :

FCFF'/ *Invested Capital* = CROIC

avec CROIC : *Cash Return On Invested Capital.*

Dans cette optique, il y a création de valeur si :

CROIC > WACC

ou si : CROIC/WACC > 1.

12. Symbolisé par FCFF' incluant les produits financiers encaissés générés par l'actif financier résiduel détenu par une firme.

Le WACC, pondéré en valeur de marché, représente le coût moyen d'opportunité du financement au moment de sa mesure.

L'appréhension de la rentabilité économique doit se faire sur une valorisation en valeur de marché du portefeuille d'actifs (*Firm Value*). Cette mesure est alors cohérente à la logique de création de valeur actionnariale conduite selon une approche formalisée.

Synthétiquement, la création de valeur correspond à la règle suivante :

(FCFF'/FV)/WACC > 1

Inscrite dans une logique de maximisation de la valeur, ceci signifie que la firme doit atteindre les objectifs suivants :

Max (FCFF'/ Firm Value)

et : **Min (WACC)**

La firme doit dégager la rentabilité *cash* la plus élevée possible du portefeuille d'actifs et minimiser le coût de son financement.

b. Les limites de la politique financière

La politique financière, définie comme l'ensemble des décisions financières de la firme, doit permettre d'atteindre l'objectif financier. Le modèle de valeur fournit un cadre précis pour toute décision relative aux capitaux employés (investissements) et aux capitaux investis (financement).

Chaque décision de gestion courante de la firme doit être prise en application de la règle de maximisation de la valeur.

Ce cadre a plusieurs avantages : règles formelles permettant des décisions efficientes, contribution de chacune d'entre elles à la maximisation de la valeur, cohérence et alignement des objectifs des actionnaires et de la firme, développement d'une modélisation des décisions financières et clarté de la « feuille de route » donnée aux managers opérationnels chargés de la gestion courante.

Si les décisions financières constituent la voie naturelle de création de valeur, la politique financière présente une série de limites :

- elle expose à des délais parfois importants entre la décision, son implémentation et ses effets tangibles en termes de valeur ;
- la capacité à créer de la valeur est naturellement contrainte (limitée) au gain maximum de chaque décision ;

- beaucoup de ces choix exposent au risque : le dégagement de valeur attendu est aléatoire[13] et exposé à des paramètres exogènes[14], une certaine volatilité en résulte ;
- ces décisions doivent prendre en compte des contraintes réglementaires, techniques, sociales et politiques.

On s'interroge alors sur l'existence d'une voie complémentaire et/ou alternative à la création de valeur par les seules décisions financières. Elle peut être trouvée dans des montages financiers et l'engagement d'outils spécialisés dans le but de maximiser la création de valeur. Leur mise en œuvre correspond à l'ingénierie financière, qui s'inscrit dans le cadre générique de la création de valeur. Cette approche permet de retenir une définition reposant sur un fondement robuste, cohérent au modèle *Corporate Finance*.

c. Une définition de l'ingénierie financière

En élargissant ce raisonnement au cas de tout portefeuille d'actifs détenu par un bénéficiaire, l'ingénierie financière peut se définir comme une discipline dont le but est de contribuer à la maximisation de la valeur par la mise en œuvre d'outils spécifiques dans le cadre de montages *ad hoc*.

Considérant un portefeuille d'actifs créant de la valeur, **l'ingénierie financière correspond à un ensemble de moyens techniques dont le but est de permettre l'amplification et l'accélération de la création de valeur** par l'accroissement de la rentabilité *cash* des capitaux engagés et/ou la réduction du coût des capitaux investis.

L'ingénierie financière vise deux objectifs :

- ➔ l'accroissement de la performance économique et financière de la firme (ou d'un portefeuille d'actifs),
- ➔ la réduction du risque auquel les apporteurs de capitaux sont exposés.

L'ingénierie, facteur d'amplification et d'accélération (donc de maximisation) de la valeur créée, suppose que les actifs cible de l'ingénierie financière soient, à la base, créateurs de valeur.

13. Risque d'échec, de retard, de performance inférieure aux prévisions.
14. État du marché : demande, concurrence, prix, régulations.

L'ingénierie financière joue le rôle d'un **levier** sur la création de valeur originale d'un actif (firme, patrimoine).

Positionnée comme une alternative à la politique financière, dont elle est complémentaire, elle exclut de son champ les techniques financières relevant de la gestion financière habituelle, « courante », des capitaux investis et engagés. Pour le cas des entreprises, ceci permet de dessiner une frontière pour retenir ce qui relève de la « finance d'entreprise conventionnelle » et isoler ce qui correspond à l'ingénierie financière, qui exclut *a priori* de son périmètre les décisions et opérations financières habituelles de la finance d'entreprise[15].

Cette définition normative évite le recours à un catalogue de techniques ou finalités. Elle opte pour un large référentiel, insérant l'ingénierie financière dans le modèle de création de valeur.

Elle a également le mérite, dès l'origine, d'en souligner les limites. Si l'ingénierie financière amplifie et accélère la création de valeur d'origine, en cas de perte de performance, l'ingénierie accélérera et amplifiera la destruction de valeur.

Cette approche établit un pont entre l'ingénierie financière *Corporate* et l'ingénierie financière de marché.

3. Caractéristiques de l'ingénierie financière

La définition proposée, généralisable à tout portefeuille d'actifs, amène à considérer les caractéristiques propres de l'ingénierie financière.

a. L'ingénierie : une logique technique

L'ingénierie repose sur un montage *ad hoc* qui en est le rouage, la condition de mise en œuvre et de performance. Comme tout montage, son efficacité suppose la validation de quatre conditions : un contexte objectif, des buts définis à atteindre, des éléments à assembler à cette fin et une technique d'ensemble.

La mission de l'ingénierie financière est de créer une situation nouvelle permettant d'atteindre un objectif, par l'engagement coordonné et dynamique d'un ensemble d'actes.

15. Frontière cohérente avec celle adoptée par l'Ingénierie Financière de Marché.

L'ingénierie financière doit générer des résultats concrets, différents de ceux qui auraient été observés :

– sans son engagement ;
– en cas d'utilisation isolée des outils qu'elle mobilise de manière coordonnée ;
– en application d'une solution classique et préexistante[16].

Son résultat n'aurait été observé dans aucune autre de ces situations.

Tableau 1. **Logique technique de l'ingénierie financière**

Conditions techniques d'un montage	Application à l'ingénierie financière
Contexte objectif	Actif (portefeuille, firme) créant de la valeur
But à atteindre	Accélération et maximisation de la valeur
Éléments à assembler	Outils de différentes origines (disciplines)
Technique d'ensemble	Montage *ad hoc* (à effet de levier)

En référence à l'analyse juridique des montages, l'ingénierie financière correspond à l'assemblage ou la succession organisée d'actes interdépendants dans le but de produire[17] ou d'éviter[18] une situation financière nouvelle.

L'opération d'ingénierie financière implique le recours à une série d'actes interdépendants coordonnés, intimement liés matériellement. Chacun est directement la conséquence ou la condition de l'engagement d'un autre, le résultat ne pouvant être atteint que par la réalisation, dans la séquence convenue, de tous les actes.

b. Une approche multidisciplinaire

L'ingénierie financière correspond à la conception d'un montage (ici financier) qui, selon le dictionnaire, correspond à l'assemblage de pièces pour permettre qu'il fonctionne. Elle amène à assembler des éléments de différentes origines.

Le concept même fait référence à la prise en compte de plusieurs aspects, impliquant, d'une part, le recours à des spécialistes de

16. Solution disponible, courante, directement applicable.
17. Amplification de la création de valeur.
18. Gain d'opportunité de valeur (éviter d'en perdre).

différents horizons et, d'autre part, la synthèse de leur intervention pour déterminer sa faisabilité et pour sa mise en œuvre.

À la croisée de plusieurs disciplines, l'ingénierie est multiple, emprunte à plusieurs champs académiques et mobilise différentes techniques et outils ; plusieurs disciplines sont impliquées. Prioritairement la finance, l'ingénierie étant par « construction » financière et s'inscrivant dans une logique de maximisation de la valeur. Puisqu'elle suppose des montages, l'ingénierie financière est aussi juridique, elle ne peut être mise en œuvre sans la mobilisation de ses techniques (structures, titres, contrats).

La fiscalité est très concernée, car la maximisation de la valeur implique la minimisation des sorties de trésorerie pour maximiser les *free cash flows* (ce qui incite à limiter le montant payé en impôt). D'autre part, les montages utilisent des structures pouvant générer un gain fiscal, inenvisageable en dehors de l'opération.

L'ingénierie financière s'opérant autour d'actifs, des aspects opérationnels et relatifs à leur management sont à considérer, tant comme des contraintes liées à la création de valeur originale que comme autant de possibilités pour les montages. L'ingénierie intègre aussi le droit social, la gestion des ressources humaines et des aspects liés au management des opérations.

L'ingénierie embrasse, au-delà des disciplines impliquées dans les montages, d'autres aspects[19]. Elle concerne des bénéficiaires évoluant dans un contexte qui suppose une analyse économique globale et stratégique. Le montage mobilise différentes ressources et compétences, qui induisent une phase de discussion et de négociation entre ces intervenants ; l'ingénierie financière suppose la maîtrise des techniques de négociation.

L'ingénierie financière est de nature transverse et non exclusivement financière.

Un problème de positionnement peut en découler. S'il n'y a guère de doute sur sa finalité financière, il existe un débat quant à sa nature financière ou juridique, aspects indissociables de sa mise en œuvre[20].

---

19. Et des disciplines connexes.
20. L'ingénierie financière souligne les liens intimes, conceptuels et appliqués, entre le Droit et la Finance.

Sa nature composite et l’appel à plusieurs compétences et intervenants imposent une coordination, revendiquée par les financiers. Ils exercent un *leadership*, homogène, dans la logique bancaire et financière, au rôle de chef de file. En plus de leur propre mission, ils assurent la coordination de l’ensemble.

Enfin, ce caractère protéiforme souligne, en conformité avec sa définition technique, que l’ingénierie dans son acception financière se réfère à un processus où des outils de différentes origines sont assemblés pour obtenir le résultat visé. Elle renvoie à une boîte à outils engagés pour une construction bien précise.

c. Une opération *ad hoc* sophistiquée

Chaque opération d’ingénierie financière conduit à une architecture propre à l’objectif financier visé, relativement sophistiquée.

L’ingénierie financière est spécifique

Excluant de son périmètre les solutions courantes des problèmes financiers, elle est par nature spécifique à un objectif et un contexte déterminé. Elle s’oppose aux « solutions toutes faites » et produits financiers standard, qui (bien qu’efficaces dans de nombreuses situations) n’auraient pas un effet suffisant pour atteindre le but fixé. C’est une approche « à la contremarque », élaborée spécialement pour un cas d’espèce. Elle n’est pas banalisée, mais adaptée au besoin et implique la recherche d’un « cousu main ».

Le montage d’ingénierie financière est toujours spécifique à une situation particulière pour laquelle il est spécialement construit. Il ne saurait être dupliqué ou copié en l’état pour une autre opération. Bien qu’apparaissent des standards, l’ingénierie financière suppose toujours une large adaptation au cas d’espèce. Elle implique la customisation.
L’originalité de chaque opération explique le recours à un montage dédié *ad hoc*. Cette construction spéciale a deux conséquences :

- le large recours aux outils et techniques juridiques pour réaliser l’opération,
- le bénéfice des avantages de la novation (atouts liés à la création d’outils nouveaux permettant de s’affranchir des contraintes présentées par les outils et montages préexistants).

L'ingénierie financière est relativement complexe

La mise en œuvre de l'ingénierie financière renvoie à une certaine complexité qui se distingue de l'application d'outils basiques de gestion financière classique[21]. La sophistication propre à l'ingénierie se réfère à une construction élaborée provenant de plusieurs origines :

- l'ingénierie financière fait référence à des opérations non courantes ;
- la mobilisation simultanée de plusieurs outils de nature et logique différentes ;
- une construction ordonnée générant un résultat en dynamique ;
- les techniques et outils mobilisés sont eux-mêmes élaborés et innovants.

« Finance sur mesure », elle se distingue de la « finance classique ».

Tableau 2. **Finance classique *versus* Ingénierie financière**

	Finance classique	Ingénierie financière
Modèle	Standard	*Ad hoc*
Fréquence	Répétitive	Ponctuelle (rare)
Délai de mise en œuvre	Rapide	Long
Degré de technicité	Simple	Sophistiqué
Caractère	« Vanille »	Complexe

L'ingénierie financière permet de fournir des solutions innovantes pour résoudre des difficultés liées à des situations financières originales (projets, problèmes spécifiques) *a priori* non résolues par les solutions financières traditionnelles.

Cette analyse précise le concept d'ingénierie financière. Conformément à la littérature, il « convient de ne pas tout mettre sous le pavillon de l'ingénierie financière » et de ne pas retenir une définition extensive ou trop relâchée. Une opération financière standard (même de grande taille), consistant en l'application de techniques courantes n'est pas de l'ingénierie financière. Une introduction en Bourse ou une offre publique ne correspondent pas, sauf à les réaliser avec ingéniosité et originalité, du fait d'un contexte particulier, à une opération d'ingénierie financière.

21. L'ingénierie financière est ici définie par défaut, par ce qu'elle n'est pas.

d. Forte imprégnation du contexte légal local

L'ingénierie financière oblige à une double prise en compte légale.

Réalisée *via* un montage juridique, elle dépend des règles de droit les régissant (que ceux-ci cherchent à optimiser). Dans le même temps, le montage ne doit pas être une fraude ou un abus de droit, pour éviter les risques de nullité ou de sanctions.

Le droit, outil des montages, revêt le caractère d'une contrainte, pouvant être optimisée :

→ dans un pays donné, elle impose la recherche de solutions innovantes, une ingénierie juridique, pour maximiser le gain généré par le montage dans le cadre légal,
→ pour optimiser l'opération et son effet sur la valeur, une voie internationale peut être explorée en cherchant à utiliser les avantages juridiques[22] offerts par certains droits, en la logeant dans des pays sélectionnés afin d'en accroître les effets : l'ingénierie financière est souvent, par opportunisme ou nécessité, internationale.

1.2 Une théorie de l'effet de levier

Définie dans le but d'accélérer et d'amplifier la valeur créée, l'ingénierie financière renvoie naturellement au levier, dans l'esprit du levier de la dette.

1. Le fondement de l'ingénierie : le levier financier

La théorie de l'effet de levier, classique en finance, postule que le recours à la dette permet d'accroître la performance financière.

a. Approche comptable du levier par le ROE

Historiquement, l'effet de levier a été mis en évidence et formalisé sur une base comptable à partir de l'indicateur de rentabilité financière ROE (*Return On Equity*).

ROE = NI/E (*Net Income*/*Equity*)[23]

22. Structures, gouvernance et fiscalité.
23. Bénéfice Net/Fonds Propres.

ROE = NI/E = NI/*Revenues* × *Revenues*/*Assets* × *Assets*/*Equity*

ROE = NI/E = NI/R × R/A × A/E

Considérant le ROE comme un indicateur dont on chercherait à maximiser la valeur, ceci peut être réalisé en maximisant chacun des facteurs de la décomposition.
Sous une hypothèse de marge (NI/*Revenues*) et de rotation des actifs (*Revenues*/*Assets*) stables (voire constantes), alors :

Max (ROE) ⇔ Max (*Assets*/*Equity*)
or *Assets* = *Equity* + *Debt*

Max (ROE) ⇔ Max (E + D/D) ⇔ Max (D)

Autrement exprimé : ↑D ⇒ ↑ROE.

On met en évidence l'effet de levier de la dette, la hausse de l'endettement contribue à la hausse du ROE.

Une autre approche montre que :

$$ROE = (r + (r - i) \times D/E) \times (1 - t)$$

avec : r : rentabilité économique,
i : taux d'intérêt (coût brut de la dette),
t : taux d'impôt.

Ceci montre que la dette joue le rôle d'un levier.

Cette analyse présente des limites :

– le ROE mesure la rentabilité comptable des fonds propres et non la rentabilité actionnariale, l'effet de levier concerne la firme ;
– la mesure faite en *book value* s'expose aux limites de l'information comptable[24] ;
– la hausse de la dette génère des conséquences négatives en termes de risque de défaut, donc de *spreads* croissants, et de limitation de la capacité à s'endetter ;
– elle omet, dangereusement, le risque.

b. Approche du levier financier par la valeur

Une seconde approche, plus rigoureuse, s'inscrit dans la logique de

24. Existence de plusieurs référentiels, poids des principes comptables, impact des choix de politique comptable.

valeur, en termes d'impact de la dette sur le coût des ressources ; elle est menée sur le WACC.

$$WACC = [(Rf + \beta \times (Rm - Rf)) \times (E/E + D)] + [(i \times (1 - t)) \times (D/E + D)]$$

$$WACC = f(kE, kD, D/E)$$

or kE > kD[25].

En conséquence : $\uparrow$ **D/E** $\Rightarrow \downarrow$ **WACC**

Cette présentation de l'effet de levier par le taux permet d'en souligner les limites. L'augmentation de l'endettement accroît le risque financier (risque de défaut) et, en conséquence, le risque de l'*Equity* (augmentation de l'aléa sur sa rémunération). Au-delà d'un niveau de *gearing* (D/E), le WACC va s'accroître. Le levier connaît une limite et n'est pas élastique à l'infini. Il existe donc un niveau d'endettement optimal qui minimise le coût des capitaux investis par les bailleurs de fonds.

Si l'endettement joue un rôle de levier, celui-ci est, logiquement, opérant avec une limite.

2. Le levier comme « générique »

La mise en évidence d'un effet de levier sur la performance amène à s'interroger sur l'éventuelle existence d'autres leviers potentiels, permettant d'accroître la valeur.

a. Généralisation

Le levier financier s'analyse comme une situation où la performance financière peut être accrue par le recours à la dette. L'ingénierie financière se fonde sur la généralisation de la notion de levier.

Soit une situation où un actif (firme ou patrimoine) présente une valeur, issue de sa gestion courante, appelée valeur d'origine : Vo.

Une opération d'ingénierie financière consiste à mettre en œuvre un levier : L.

Après opération et engagement du levier, la valeur devient Vi.

$$Vi = Vo\ (1 + L)$$

25. La dette moins risquée que l'*Equity* (l'aléa portant sur sa rémunération est plus faible) bénéficie d'un effet fiscal (déductibilité à l'impôt des intérêts).

Le levier peut correspondre à tout outil, technique, solution ou montage permettant l'augmentation de la valeur. L'ingénierie faisant appel à de nombreuses disciplines, on peut en opérer le regroupement autour de grands leviers thématiques, relevant des mêmes disciplines.
La valeur d'un actif correspond à la valeur actuelle des revenus futurs qui seront générés, actualisés à un taux exprimant le risque associé à l'actif.

V = VA (*cash flows* futurs)

$$V = \Sigma(CF_i/(1 + t)^i)$$

L'opération d'ingénierie génère un accroissement de valeur :

$$\Delta V = Vo - Vi.$$

L'augmentation de valeur générée par l'ingénierie financière peut avoir deux origines :

- **un accroissement du *cash flow* généré par l'actif cible de l'opération,**
- **une baisse du taux d'actualisation (donc une baisse du risque) associé à l'actif.**

b. Limites des leviers de création de valeur

L'examen du levier financier montre qu'il joue de manière limitée. En conséquence, quel que soit le levier, son effet (contribution positive) est naturellement limité.
La formulation générique du levier en montre la réelle limite : le risque d'inversion.

Il a été indiqué que : $Vi = Vo \times (1 + L)$

avec : Vi > Vo.

Si durant la vie du montage la valeur d'origine baisse, l'effet du levier va logiquement se réduire selon une règle de proportionnalité.
Si la situation d'origine s'inverse et que l'on assiste à une destruction de valeur, le levier va alors amplifier et accélérer la dégradation de la performance. On évoque souvent un risque de « retour de manivelle » (*backlash*) ou « effet de massue ».
L'ingénierie financière fait naître une forme inattendue de volatilité, de risque, posant une intéressante question : la création de valeur liée au montage ne constitue-t-elle pas la simple rémunération du risque généré ?

La couverture de ce risque peut être trouvée dans l'une des clés de l'ingénierie financière : la réversibilité. Dans l'hypothèse où la valeur d'origine se dégraderait, il faut pouvoir interrompre le montage sans délai. Il doit pouvoir être débouclé, permettant une sortie anticipée. Dès sa phase de construction, le montage est réalisé de manière à permettre son interruption rapide.

Cette « faculté de sortie » ne se limite pas au cas de perte de valeur mais peut correspondre à :

- un changement d'objectif des bénéficiaires ;
- une modification de règles juridiques affectant le montage ;
- l'opportunité de déboucler à des conditions ponctuellement favorables.

L'ingénierie financière doit offrir une flexibilité, que doit permettre le montage *ad hoc*.

Cette analyse de l'ingénierie financière s'avère très utile pour en préciser le concept même. À l'origine, un bénéficiaire détient un actif de valeur Vo. S'il le souhaite, il peut engager un montage d'ingénierie financière susceptible de générer un delta positif de valeur égal à Vi – Vo, supposant le paiement du prix du montage. Ceci caractérise une option de valeur. En cas de baisse de valeur Vo, le montage aboutirait à amplifier la baisse de Vi, ce qui conduit le sponsor au débouclage. Il exerce alors une option de sortie, dont le prix d'exercice correspond aux coûts d'interruption. L'ingénierie financière peut alors être définie comme un *book* d'options vanille croisées : un *call* sur Vi – Vo et un *put* sur le montage, dont les prix d'exercice sont respectivement les coûts de structuration et de résiliation.

3. Les différents leviers de l'ingénierie

L'identification des différents leviers correspond à un inventaire : recherche de tous les outils susceptibles (individuellement ou combinés à d'autres) de permettre d'atteindre les objectifs de l'ingénierie financière.

Inventaire exhaustif et permanent d'outils d'IF ➔ Regroupement thématique ➔ LEVIERS

Au fur et à mesure de sa maturation, à la lumière de l'expérience et des pratiques, de nombreux outils ont été identifiés. Leur regroupement thématique permet de considérer six leviers, détaillés au chapitre suivant.

Tableau 3. **Les leviers de l'ingénierie financière**

Leviers	Thématique
Juridique	Outils juridiques (structures, titres, contrats)
Financier	Produits financiers (financement, couverture)
Fiscal	Recherche de gains fiscaux
Social	Ressources humaines (motivation, incitation)
Opérationnel	Gestion de l'actif faisant l'objet de l'opération
Informationnel	Action sur l'information offerte

Ces différents leviers se distinguent les uns des autres par :

- le nombre d'outils regroupés ;
- les contraintes de leur engagement ;
- leur impact sur la valeur ;
- leur flexibilité et réversibilité.

Au sein de ces leviers, il importe de discriminer les leviers qui ont un impact direct sur la valeur, des leviers dont l'effet est limité mais qui permettent l'engagement d'autres outils, soit :

- les leviers primaires : directement générateurs de valeur,
- les leviers secondaires : peu générateurs de valeur mais permettant l'engagement d'autres leviers (catalyseurs).

1.3 Les opérations d'ingénierie financière : acteurs et processus

Une opération d'ingénierie financière consiste à imaginer et réaliser un montage correspondant aux objectifs des bénéficiaires.

1. Les acteurs de l'ingénierie financière

L'ingénierie financière est mise en œuvre afin d'apporter un gain de valeur à des bénéficiaires en organisant l'opération (sur) autour d'une cible, objet du montage. Elle mobilise plusieurs parties prenantes, en

particulier des spécialistes permettant aux bénéficiaires d'atteindre leurs objectifs.

Les **bénéficiaires** sont les agents économiques détenant l'actif objet de l'opération d'ingénierie. Propriétaires de l'actif dont la valeur est supposée s'accroître par le montage, il peut s'agir de personnes morales ou de personnes physiques, détentrices de droits sur leurs actifs[26]. On les dénomme indifféremment investisseurs, bénéficiaires ou sponsors.

L'ingénierie peut aussi être initiée par les gestionnaires de l'actif, au risque de générer des conflits d'intérêts entre gestionnaires et bénéficiaires, d'autant plus si l'opération est initiée de manière discrétionnaire, dans un contexte de relative opacité. La légitimité de l'engagement des montages par les dirigeants est discutée.

L'ingénierie financière peut aussi avoir pour bénéficiaires des investisseurs potentiels, ne détenant pas l'actif mais qui envisagent le recours à l'ingénierie pour en prendre le contrôle.

Selon que ses initiateurs soient actionnaires, dirigeants ou investisseurs potentiels, le but de l'ingénierie n'est pas identique.

Les **cibles** (**objet** de l'opération) correspondent à des actifs détenus par les bénéficiaires. Il peut s'agir :

→ d'une entreprise, commerciale ou financière (société d'investissement),
→ d'un patrimoine détenu directement sous forme d'un portefeuille d'actifs (titres, immobilier, etc.).

L'ingénierie financière a pour but d'accélérer et d'amplifier la valorisation de cet actif, en maximisant les flux qu'il génère pour les bénéficiaires et/ou en réduisant le risque auquel il les expose.

En conséquence, toutes les parties prenantes liées à l'actif objet de l'ingénierie sont involontairement impliquées par l'opération (créanciers, salariés, clients et fournisseurs…).

La réalisation de l'opération impose le recours à des spécialistes, elle suppose en effet « l'ingéniosité d'ingénieux ingénieurs » financiers.

26. Droits de propriété, droits politiques et droits financiers.

Des intermédiaires sont sollicités pour la conception et la réalisation du montage d'ingénierie :

- conseils pour piloter l'opération appartenant à des sociétés de conseil ou des banques d'affaires ;
- auditeurs en charge de la collecte, vérification et mise en forme des données, et des simulations de l'impact de l'opération sur l'information financière ;
- juristes pour la structuration juridique, la réalisation des actes, le suivi des montages et la gestion des éventuels litiges ;
- experts pour des vérifications du montage ;
- parfois des notaires pour établir les actes authentiques du montage leur conférant force exécutoire et probatoire.

Ces intervenants génèrent des coûts de transaction, certains d'entre eux pouvant être rémunérés en *success fees* sur la valeur créée par l'opération.
Ces coûts sont désignés par C, alors :

$$Vo \times (1 + L) - C = Vi$$

Le gain de valeur généré par un montage doit en excéder le coût.

Ces coûts C comprennent des frais fixes Cf et des coûts variables Cv (proportionnels à la valeur créée) :

$$C = Cf + Cv, \text{ avec } Cv = \alpha(Vi - Vo)$$

d'où : $Vo \times (1 + L) - (Cf + Cv) = Vi$

$$Vo \times (1 + L) - Cf - \alpha(Vi - Vo) = Vi$$

Ces coûts inhérents au montage d'ingénierie financière posent deux problèmes : fiscal, quant à leur déductibilité, et le risque relatif à la conformité à l'intérêt social de leur engagement.

2. Le processus de l'ingénierie financière

La mise en œuvre de l'ingénierie financière correspond à un processus en trois phases, chacune renvoyant à plusieurs étapes.
Il obéit à une logique séquentielle dynamique : les outils mobilisés générant leurs effets du fait de leur engagement selon un ordre précis.

Préparation ——x—— Exécution ——x—— Finalisation →

a. Préparation

Cette phase d'étude initiale et de maturation mobilise une équipe de spécialistes qui vont recommander le meilleur montage pour aboutir au but fixé ; parfois longue, elle comprend quatre étapes.

L'expression initiale du besoin (origination)

Le besoin de l'opération d'ingénierie doit être exprimé, il correspond à la prise de conscience de l'existence d'un problème ou d'un but dans un contexte particulier et peut être le fait :

- → des bénéficiaires potentiels de l'opération (actionnaires, propriétaires, promoteurs) ;
- → des dirigeants opérationnels de l'entité cible ;
- → de conseils des bénéficiaires ou des dirigeants ou d'intervenants extérieurs.

Selon l'origine et le mode d'expression du besoin, cette première étape connaît différentes configurations, pouvant correspondre à :

- → une logique explicite, factuelle : un événement, un projet, une difficulté, un problème posé ou rencontré ponctuellement ou subitement dans le fonctionnement de la cible, un fait générateur concret qui survient (causalité événementielle) ; le besoin d'ingénierie s'exprime de **manière réactive**,
- → une logique implicite, déductive : à l'occasion d'une réflexion, d'une analyse, un cheminement intellectuel fruit d'une étude recommande une opération, sans qu'il existe un fait générateur ponctuel, le besoin d'ingénierie s'exprime de **manière déductive**.

Analyse préalable

Cette étape inclut une analyse financière (habituelle en contexte de recherche de maximisation de valeur) et une analyse du besoin exprimé devant être traité par l'opération.

❒ Analyse financière en contexte d'ingénierie financière

Préalable à toute opération, cette analyse financière approfondie de la cible de l'opération est sollicitée, ce qui garantit l'accès à toute l'information interne. L'analyste doit cependant collecter des données externes sur le secteur, l'environnement et des données

financières sur des comparables (*peers*) cotés ou non, pour disposer d'un *benchmark*. Cette analyse approfondie est menée sur un horizon long. Une attention particulière est portée à l'analyse des *free cash flows*, de la performance économique et du financement. Elle permet d'établir un diagnostic sur la situation économique et financière des actifs concernés.

Leur évaluation (firme ou portefeuille) est réalisée, facilitée par l'accès aux données internes, aux projections du management et aux informations sur des comparables. Elle peut permettre de détecter un problème de valeur, du ressort de l'ingénierie.

❒ Analyse du besoin initial

Il s'agit d'analyser le besoin exprimé par les bénéficiaires, qui répond soit à une problématique négative (traitement d'une difficulté ou d'une contrainte – montage défensif) ou à une problématique positive (projet de développement – montage offensif). On procède à l'analyse du besoin, des contraintes liées et on détermine l'objectif visé par la demande. Les objectifs spécifiques des bénéficiaires sont détaillés (objectifs financiers, patrimoniaux, fiscaux, autres).

Conception de l'opération d'ingénierie

Schéma 1. **Conception du montage**

Étude : – cadre théorique – *benchmark*	→	Objectifs visés ↓	Problème à traiter ↓
Contraintes : – risques – légales	→		**PROPOSITION DE MONTAGE**
Sélection des leviers utilisables			

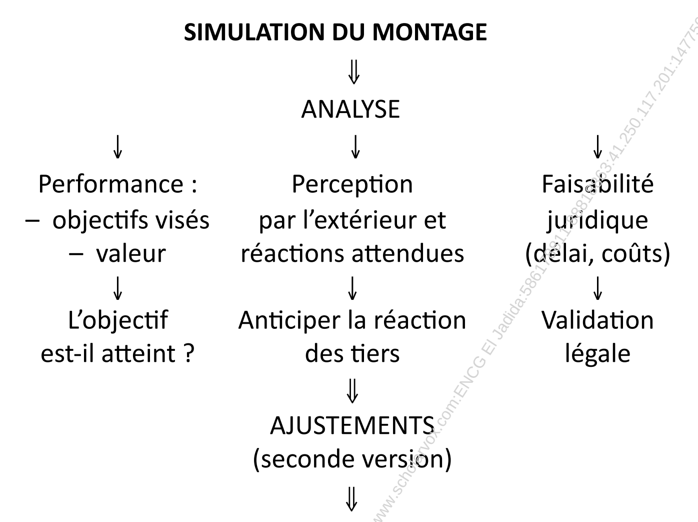
Durant cette étape de réflexion, on envisage les différentes solutions possibles et les ingénieurs financiers doivent imaginer une solution spécifique adaptée au traitement du problème (*design* de la solution

recommandée). Ils conçoivent le montage adapté au besoin et à l'objectif poursuivi.

Simulation, tests, ajustements et recommandation finale

La solution recommandée fait l'objet d'ajustements.

Schéma 2. **Ajustements préalables**



La simulation (modélisation complète) permet la validation.

b. Exécution

C'est au bénéficiaire à qui échoit la décision de mise en œuvre du montage sur la base de la recommandation, suivant une double logique :

– politique : prise de la décision d'engagement de l'opération,
– légale : réunion des organes sociaux nécessaires et respect des règles légales applicables à la décision[27].

---

27. Gouvernance.

Ceci génère souvent des délais d'instruction et de décision et un certain formalisme. Des décisions étant assujetties à la transparence (assemblées, publications obligatoires), la confidentialité n'est pas toujours garantie (sauf à engager un levier informationnel).

Les bénéficiaires mandatent des intermédiaires (financiers et juristes) pour « fabriquer » le montage. Durant cette deuxième phase, des ajustements peuvent intervenir selon les difficultés rencontrées et l'évolution de la cible et du contexte de l'opération.

Les structures et contrats sont préparés et négociés, le levier juridique est le premier mis en œuvre pour créer le « réceptacle » du montage.

c. Finalisation

Lorsque le montage est prêt, le bénéficiaire décide de la finalisation, c'est-à-dire son lancement effectif.

Des étapes formelles s'imposent : réunion des organes sociaux, information éventuelle des institutions représentatives du personnel, formalités de publicité (délai d'opposabilité et forclusion des recours). Le levier informationnel est parfois engagé pour optimiser la communication et la perception de l'opération.

Après la réalisation effective du montage, débute une phase de *monitoring* pour s'assurer de sa réussite. Elle porte sur plusieurs aspects.

Le suivi de la performance en termes de valeur

Une évaluation périodique permet de mesurer la performance et la perception par les tiers. Ceci suppose une analyse financière et une évaluation afin de pouvoir engager les corrections nécessaires ou des actions sur l'information émise.

Le suivi de la valeur de l'objet cible de l'opération est lourd, imposant parfois le recours à des techniques simplifiées comme outil de pilotage et de repérage d'une éventuelle difficulté. Pour une firme, il peut s'agir, par exemple, du suivi du Bénéfice Par Action ou de la valeur économique créée.

Le suivi du montage

L'évolution de l'environnement (économique, légal, réglementaire ou social) ou d'aspects purement techniques du montage peuvent

conduire à des ajustements. Ce *follow up* technique peut amener à des *updates* du montage, retouchant tel ou tel aspect (aménagements du montage ou cession – ou apport – du montage à un autre montage).

La gestion de l'option de réversibilité

Si la situation de la cible se dégrade, ou en cas de changement d'objectifs des bénéficiaires ou de réglementation, il peut être nécessaire d'interrompre le montage. Dès sa phase de conception, une possibilité de retour en arrière (réversibilité) doit être offerte. Lorsque le montage fonctionne, il importe de bien veiller à ce qu'il reste « débouclable » par une technique ou une autre, en permanence et dans un bref délai.

3. Limites juridiques de l'ingénierie financière

L'ingénierie financière suit une logique d'optimisation financière qui peut être contrariée par une série de risques juridiques.

Selon le type de responsabilité engagée (responsabilité civile, pénale ou fiscale), les sanctions peuvent être lourdes et assorties de longs délais de prescription : nullité des montages, sanctions civiles (amendes, pénalités) ou sanctions pénales (emprisonnement, interdictions personnelles). Elles peuvent concerner le bénéficiaire, l'objet de l'opération (firme ou actifs) ou des tiers ayant conseillé l'opération.

Ces risques juridiques dépendent du droit local applicable, des infractions qu'il retient et du degré de sévérité des peines encourues. Le choix de la localisation de l'opération est lié à la clémence des sanctions et à la probabilité de mise en cause.

Plusieurs opérations financières sont expressément interdites, à titre d'exemples :

- l'article L. 225-216 du Code de Commerce interdit l'utilisation de la trésorerie ou du crédit d'une société pour financer ou garantir son acquisition ;
- le dispositif contre la sous-capitalisation limite la déductibilité à l'impôt des intérêts versés dans le cadre de prêts intra-groupe ;
- la fusion éventuelle entre une holding et la société qu'elle détient, surtout si elle est rapide, est considérée négativement par la jurisprudence.

a. Risques liés aux relations avec les minoritaires

L'opération est généralement initiée et portée par les actionnaires majoritaires. Si des actionnaires minoritaires considèrent que l'opération est favorable aux seuls majoritaires, ils peuvent la contester. Les minoritaires ont un accès à l'information leur permettant de connaître certains détails de l'opération. Outre les données communiquées de manière périodique et ponctuelle, ils disposent d'un droit d'expertise leur garantissant, par l'expert, l'accès à une large information.

Ils peuvent aussi, en cas de conflit entre actionnaires, obtenir, sous conditions, la nomination d'un administrateur provisoire.

Une des armes de la contestation des minoritaires est l'abus de majorité, qui correspond au cas d'une décision prise dans le seul but de favoriser la majorité au détriment de la minorité. Les opérations financières peuvent constituer un argument pour tenter de démontrer l'abus de majorité. Les sanctions potentielles prévoient l'annulation de la décision abusive et des sanctions civiles contre les actionnaires majoritaires.

b. Risques fiscaux de l'ingénierie financière

La recherche d'optimisation financière conduit souvent à envisager l'optimisation fiscale et la réduction du montant d'impôt payé. Le fisc peut contester ces montages et les sanctionner ainsi que leurs bénéficiaires.

Le risque fiscal du montage

Deux grands risques existent.

L'abus de droit, au sens fiscal, correspond à une situation où le fisc peut démontrer que le montage a pour seul but de se soustraire à un impôt ou d'en réduire fortement le montant payé. Il peut s'agir d'un acte déguisé ou fictif ou de l'interposition d'un écran, traduit par un acte matériel et un acte intentionnel. Dans ce cas, l'impôt théoriquement dû est exigé, majoré d'une forte amende et d'intérêts de retard.

L'acte anormal de gestion dans sa lecture fiscale correspond à une situation où un agent économique aurait engagé des dépenses réduisant l'assiette fiscale au titre d'une opération « anormale » (dépense contraire à l'intérêt social, renonciation à un profit, opération intra-groupe). Les sommes contestées sont réintégrées par le fisc pour le calcul de l'impôt.

La responsabilité fiscale des dirigeants

En cas de non-respect répété des obligations fiscales ou de manœuvre frauduleuse directement imputable au dirigeant, ayant réduit ou rendu impossible l'encaissement de l'impôt par le fisc, une procédure d'action en responsabilité fiscale peut être engagée. Elle est sanctionnée par le paiement par le dirigeant des sommes non encaissées par le fisc, assorties de pénalités.

c. Risques d'engagement de la responsabilité des dirigeants

En ingénierie financière, les dirigeants peuvent voir leur responsabilité engagée à plusieurs titres. Il ne s'agit pas d'une responsabilité spécifique, mais l'opération expose davantage à sa mise en cause.

La responsabilité civile du dirigeant peut être engagée si trois conditions sont validées : la faute, le préjudice et un lien de causalité entre eux.
Elle peut concerner des fautes dans la gestion de la société (infractions aux lois et règlements, violation des statuts et faute de gestion[28]), un manque de loyauté, ou dans le cas de difficultés de la société.
Les sanctions civiles (pécuniaires) peuvent être accompagnées d'interdictions et, parfois, de faillite personnelle.

La responsabilité pénale des dirigeants couvre un champ assez large. À côté de cas classiques (escroquerie, faux, etc.), l'abus de biens sociaux constitue le risque pénal le plus fréquent pour les dirigeants. Ce délit englobe un ensemble de faits et son délai de prescription est assez long. Il correspond à une situation où le mandataire social utilise les biens sociaux dans un but contraire à l'intérêt social. Il suppose la réunion d'un élément matériel et intentionnel. Les montages d'ingénierie, comme les groupes de sociétés, sont des terrains propices à cette incrimination. Ce délit est sévèrement puni.
La responsabilité pénale du dirigeant peut également être engagée au motif d'abus de confiance, de banqueroute et d'une série d'infractions érigées en protection de l'intérêt de la société.
L'ingénierie financière n'est pas assortie de sanctions spécifiques, mais la nature des montages peut exposer aux risques du droit pénal des affaires.

28. Large catégorie de faute considérée si le dirigeant agit contre l'intérêt social, de manière intentionnelle ou non.

Enfin, il convient de souligner que des véhicules ou montages peuvent être suspectés de blanchiment d'argent, du fait de leur capacité à anonymiser des fonds et à les soustraire à toute fiscalité.





CHAPITRE 2

Les leviers de l'ingénierie financière

L'architecture des montages financiers consiste à sélectionner et organiser de manière structurelle et dynamique les leviers de l'ingénierie, dans un arrangement original.

Les six leviers d'ingénierie financière identifiés, primaires ou secondaires, regroupent des instruments, qui peuvent être engagés individuellement ou, souvent, de manière simultanée. Leur efficacité et réversibilité diffèrent parfois fortement.

L'objectif n'est pas d'établir ici un inventaire exhaustif de ces outils, mais d'opérer une recension thématique privilégiant la logique globale des leviers.

2.1 Le levier juridique

L'ingénierie est mise en place au travers d'actes générateurs de droits et opposables entre les parties et, souvent, aux tiers. Elle suppose la construction de montages juridiques et illustre les liens particuliers qui unissent Droit et Finance.

Le levier juridique est le moyen d'engagement, le rouage, de l'ingénierie financière. Levier secondaire, il permet la mise en œuvre des autres leviers. Néanmoins, certains outils sont susceptibles de créer de la valeur et de jouer un rôle primaire, souvent par réduction du risque.

L'arsenal juridique permet la création de montages dédiés à chaque opération, il offre deux avantages :

– la novation : en créant structures et outils juridiques nouveaux, le montage n'est pas tenu par la situation juridique du bénéficiaire ou de l'objet,

– la réversibilité : les outils juridiques offrent souvent une possibilité de retour en arrière ou d'interruption, une réelle option de sortie.

Le levier juridique correspond à une approche opportuniste du droit des affaires, ses composantes (structures, statuts, titres et contrats) sont perçues sous un angle technique financier. Dans cette « boîte à outils », le contrat est l'outil central, il exprime la volonté des parties sur un objectif déterminé (« le contrat est la loi entre les parties »), tout en garantissant la confidentialité.

1. Le levier juridique par les structures

Les structures juridiques (entités) permettent la mise en œuvre du montage et sa customisation.

a. Le choix de la forme juridique

Ce levier est déterminant, car les formes juridiques se différencient en termes de :

- contraintes légales, de gouvernance et de transparence ;
- degré de liberté laissé aux associés pour organiser la structure ;
- flexibilité pour d'éventuelles évolutions statutaires.

Le montage doit retenir la forme sociale la plus favorable à son objectif, qu'il s'agisse d'une société nouvelle ou de la transformation d'une société existante.

L'arbitrage entre les formes juridiques courantes

Chaque forme de société commerciale présente des singularités.
À côté des sociétés anonymes (SA classiques ou duales – directoire et conseil de surveillance), sociétés à responsabilité limitée et sociétés anonymes simplifiées (appréciées du fait de son caractère *intuitu personae*, sa flexibilité et sa simplicité), d'autres formes juridiques plus originales sont utilisées.

❒ La Société en nom collectif est une société de personnes, où les associés, commerçants, sont indéfiniment responsables des dettes. Adaptée à un petit nombre d'associés, disposés à assumer les risques sociaux, elle est utilisée pour organiser les groupes. L'imposition de son résultat est faite au niveau des associés.

- La Société en commandite par actions est l'une des deux formes de commandite[29]. La SCA institue la dissociation entre la propriété du capital (commanditaires qui apportent le capital) et la gestion (commandités qui contrôlent effectivement la société, responsables indéfiniment du passif). La liberté contractuelle est forte ; le gérant peut être désigné sans limitation de durée.
- La Société européenne, créée en droit français en 2005, est destinée à faciliter les opérations intra-européennes. Elle est adaptée aux prises de contrôle et à l'organisation des groupes européens. Formée par des sociétés ayant leur siège dans l'Union européenne, par fusion, constitution ou filialisation, elle offre une grande liberté.

L'utilisation de formes juridiques spécifiques

Dans tous les pays, des formes juridiques particulières créées par les législateurs s'avèrent adaptées à certains montages.

- Le Groupement d'intérêt économique (GIE[30]) doté de la personnalité morale permet l'union autour d'un projet sans renoncer à l'indépendance. Les parties décident du fonctionnement et sont solidairement responsables des dettes. Transparente fiscalement, l'imposition se fait au niveau des associés.
- La Société en participation (SEP), sans personnalité morale, n'est pas immatriculée (et n'est soumise à aucune publicité légale). Régie par le Code civil, elle est un instrument de coopération, souple dans son fonctionnement. Chacun des associés reste propriétaire de son apport. Elle permet une activité civile ou commerciale. Elle peut être occulte ou ostensible.
- La Société coopérative de production (SCOP) est une société commerciale dont les salariés coopérateurs détiennent au moins 51 % du capital et 65 % des droits de vote. Le principe est coopératif[31], la répartition des profits est faite selon une règle des trois tiers (salariés, entreprise, associés). La SCOP bénéficie d'avantages fiscaux.

29. Avec les sociétés en commandite simple.
30. Il existe également un Groupement européen d'intérêt économique.
31. Une personne, une voix.

- La forme mutualiste correspond à une personne morale de droit privé à but non lucratif. Elle n'assure un service de type financier (prestations financières, banque, assurance) qu'à ses membres au titre d'un principe de solidarité, ses clients sont ses associés. Les mutuelles opèrent surtout dans le domaine de la protection sociale.
- La coopérative de crédit associe des membres qui en sont les clients (emprunteurs ou débiteurs) ; cette banque originale présente une gouvernance particulière : les clients-propriétaires élisent les dirigeants et les résultats sont largement thésaurisés[32].

L'utilisation de formes juridiques dédiées étrangères

Plusieurs pays ont créé des formes juridiques spécialisées pour certains objectifs et activités. Une impressionnante liste permet la sélection opportuniste de structures, souvent assorties d'une fiscalité avantageuse. Exemples : les fondations, les sociétés de titrisation luxembourgeoises, etc.

b. L'utilisation de sociétés holding

Les objectifs du montage (novation, customisation, réversibilité) conduisent à adosser l'opération à une structure juridique autonome. Cet intermédiaire (écran) juridique correspond à une société holding, créée pour l'occasion (***new company*** ou **New Co.**) ou existante (***old company*** ou **Old Co.**).

La société holding a pour objectif la détention et la gestion de participations. Société mère, elle tient le rôle de tête de groupe, avec deux possibilités :

- holding pure : la société est une stricte société de portefeuille dont le seul rôle est la détention d'actions, (holding financière),
- holding mixte : société industrielle ou commerciale qui, en plus de son activité, détient un portefeuille de titres de participations.

Une société holding peut être animatrice si elle réalise des activités autres que la détention de titres. Cette activité opérationnelle intra-groupe consiste à définir la politique et la stratégie des sociétés,

32. En France, les caisses régionales du Crédit Agricole, les Banques Populaires, le Crédit Mutuel sont des structures coopératives.

imposant la présence de cadres compétents. Une holding non-animatrice est réputée passive (simple gestion du portefeuille).
On distingue souvent les holdings industrielles des holdings financières et des holdings familiales.

Les holdings peuvent être créées :

– « par le haut » si les associés souscrivent le capital de la société (numéraire) ou lui apportent leurs participations, et reçoivent en rémunération les titres de la holding (échange d'actions pour l'apport),
– « par le bas » si une société filialise ses activités et devient actionnaire de ses participations.

Elles peuvent avoir une durée de vie longue ou être de durée déterminée (pour une opération).

Intérêt de la holding en ingénierie financière

La société holding a plusieurs fonctions. Elle permet la dissociation en isolant les actifs détenus du bénéficiaire ; cet écran permet de ne pas les exposer directement, en particulier pour d'éventuelles garanties ou responsabilités. Elle peut aussi jouer un rôle de gestion (prestations intra-groupe) et de détention d'actifs (marques, brevets, immobilier). Elle permet, surtout, la levée de dettes sans impact direct sur ses actionnaires ou les actifs détenus, elle est la base du levier financier. Son rôle est aussi de faciliter (optimiser) les remontées financières de ses participations.

Si la société holding est créée pour un montage (New Co.), les avantages de la novation seront importants. Elle est conçue spécifiquement pour l'opération, avec une customisation[33] aux objectifs, sans être liée par les structures juridiques entre lesquelles elle s'interpose. Elle permet un arrangement juridique original.

La holding présente également deux avantages collatéraux de flexibilité. Étant un écran, selon ses degrés de participation il est éventuellement possible de jouer sur la consolidation. Ensuite, dédiée au montage, elle permet la réversibilité de la construction, par dissolution, apport ou absorption.

33. Forme juridique, titres, statuts nouveaux et dédiés au cas d'espèce.

La holding en droit

En France, la holding n'est pas une structure sociétaire, il n'existe pas de forme juridique spéciale. La holding se qualifie par son objet social (ses activités) et relève du droit commun des sociétés. Il appartient aux associés de choisir la forme juridique la plus apte à l'exercice de l'activité holding. Cependant, fiscalement, elle peut bénéficier des avantages offerts à toutes les sociétés, ce qui facilite son fonctionnement.
Certaines législations, considérant que la société holding s'oppose aux sociétés standard, du fait de l'absence d'activité commerciale, ont défini un droit des sociétés alternatif, où des formes juridiques holdings se distinguent par :

- → une gouvernance simplifiée, adaptée à la gestion d'un portefeuille de titres ;
- → une plus faible transparence (absence de relations contractuelles courantes) ;
- → une fiscalité adaptée aux seuls flux financiers perçus par la structure.

Pour certains pays, les aménagements propres aux holdings sont très forts et les écartent notablement du cadre juridique classique. Le relâchement des contraintes de gouvernance, de transparence et fiscales est parfois tel qu'on les considère comme des sociétés holding « favorisées ». Dans l'Union européenne, plusieurs pays proposent ces holdings favorisées. Le Luxembourg offre plusieurs véhicules spécifiques, flexibles et fiscalement avantageux. La holding 1929, qui ne peut plus être créée depuis 2006, présente des avantages en termes d'opacité et de fiscalité, amplifiés dans le régime dérogatoire des « holdings milliardaires ». La Société de participation financière (SOPARFI) est une holding aménagée qui bénéficie des avantages des conventions de double imposition ; elle peut être pure ou mixte. Les Sociétés de gestion de patrimoine familial (SPF)[34] sont des holdings destinées aux personnes physiques qui souhaitent « gérer » leur patrimoine. Les Pays-Bas offrent également des avantages, amplifiés si la holding est située dans les Antilles néerlandaises.

L'utilisation de ces entités est fréquente, en raison de leur adaptation aux objectifs de l'ingénierie et des avantages fiscaux procurés.

34. Créées par une loi de mai 2007.

c. Les structures spécialisées

Les structures spécialisées correspondent à des sociétés intra-groupe, qui, du fait d'une originalité légale ou statutaire, rendent des prestations spécifiques au sein du groupe, suivant une logique fonctionnelle. Certaines structures sont uniquement définies par des droits étrangers avec parfois d'importants avantages fiscaux[35]. Leur utilisation suppose un soin particulier pour qu'elles génèrent leurs effets sans risque (de nullité ou requalification).

Les entités purement fonctionnelles

Ces sociétés, répondant à une logique organisationnelle, rendent des prestations internes au groupe. Il s'agit, par exemple, de sociétés de moyens généraux, de prestations informatiques ou marketing, de distribution centralisée ou de sociétés immobilières.

Elles existent selon deux schémas :

- recherche d'économies d'échelle, de spécialisation d'une entité, attrait de compétences, séparation de salariés par statuts ou modes de rémunération,
- à la suite d'une acquisition d'une cible sans fusion, si les entités restent séparées, pour dégager des synergies par mise en commun de moyens ou d'activités[36].

Ces entités n'offrent, sauf exception, pas de levier fiscal.

Les centres de coordination

Créés par le droit belge, les centres de coordination immatriculés avant 2000 ont joui jusqu'à fin 2009 d'avantages fiscaux. L'objectif était d'attirer en Belgique des sièges sociaux et des quartiers généraux de groupes.

Les captives d'assurance

L'objectif des captives d'assurance ou de réassurance est de rendre endogènes les flux d'assurance dans un groupe de sociétés et de maximiser la couverture du risque. Le montage permet un gain

35. Ces structures sont à la charnière des leviers juridiques et fiscaux.
36. On parle de véhicules de synergies.

financier par rapport à une assurance classique (réduction du coût du risque), pouvant être distribué ou réaffecté en couverture de risques (risques non assurables, réduction des franchises, augmentation des couvertures). La captive centralise les risques et les couvre directement sur le marché ; ceci suppose l'appel à des prestataires spécialisés pour en assurer la gestion courante. Différents schémas sont envisageables (captive d'assurance, de réassurance…).

Plusieurs pays ont créé des législations dédiées à cette activité, avec une réglementation et une organisation spécialisées. Dans ces pays, si les captives sont *off shore*[37], la législation est plus favorable, surtout fiscalement. Le premier pays du monde pour le nombre de captives *off shore* est les Bermudes. En Europe, elles sont surtout constituées à Luxembourg, à Guernesey et en Irlande. La législation luxembourgeoise de 1984, modifiée en 2007, est considérée comme très favorable.

Les banques captives[38]

Il s'agit d'une banque détenue et utilisée exclusivement par ses associés auxquels elle rend des services bancaires classiques.
Un groupe, généralement industriel, peut exprimer le besoin de disposer d'une banque interne pour y centraliser ses flux de trésorerie, optimiser son *cash management* et son financement. Il peut aussi s'agir de moins dépendre des banques commerciales et de générer des économies sur les frais bancaires et de manipulation. La création d'une banque captive équivaut dans de nombreux pays à celle d'une banque classique, elle est très contraignante : obligations de capital minimum, d'actionnariat de référence, autorisation d'exercice et contrôle des autorités de tutelle (règles prudentielles). Cependant, des pays offrent des législations favorables aux banques captives *off shore* (peu d'obligations, licence peu coûteuse, fiscalité avantageuse), dans un contexte bancaire local souvent « relâché » (îles Caïman, Seychelles, Chypre, Guernesey…).

Les captives financières

Les sociétés financières captives, organisées sous une autre forme qu'une banque, permettent à un groupe de disposer d'un véhicule

37. Ne réalisent aucune opération dans le pays.
38. Exemples de banques captives : banques du groupe Auchan, de PSA, de Renault.

financier sans supporter les contraintes associées à la gestion d'une banque. Ces captives effectuent des opérations de crédit aux clients du groupe (crédit classique, *leasing*, cartes *revolving*, locations financières) et des opérations financières intra-groupe (financement de stocks, de créances, crédit de trésorerie…). Pour les organiser, les groupes peuvent utiliser des sociétés financières prévues par la réglementation (sociétés d'affacturage, de *leasing*, de crédit à la consommation) dotées en plus d'une activité de gestion de trésorerie.

Elles peuvent être créées dans tous les pays qui organisent ces structures. Parfois ces captives financières sont favorisées (faibles contraintes réglementaires et avantages fiscaux).

Les sociétés immobilières

Dans le but de gérer un actif immobilier, il existe plusieurs structures spécialisées. En France, les sociétés civiles immobilières (SCI) permettent la détention d'un bien immobilier par plusieurs associés, avec des avantages fiscaux et patrimoniaux. Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) sont des structures collectives de gestion d'un patrimoine immobilier ; elles existent avec de nombreuses variantes selon les actifs immobiliers détenus.

Les *Real Estate Investment Trusts* (REIT's) ont été créés dans les pays anglo-saxons pour disposer d'un véhicule spécialisé de gestion immobilière. Cotées ou privées, ces entités bénéficient d'avantages fiscaux et sont dédiées à la gestion immobilière.
Dans le cas français, les Sociétés d'investissement immobilier cotées créées en 2003[39] sont des sociétés foncières qui acquièrent des immeubles pour les exploiter (locations), et éventuellement les céder, sous un régime de transparence fiscale (revenus taxés au niveau des actionnaires). Elles sont contraintes de distribuer une large part de leur résultat net et bénéficient d'avantages fiscaux.

d. Les constructions juridiques

Un levier juridique particulier peut être trouvé dans des constructions juridiques, par des liens durables entre sociétés.

39. Modifié à plusieurs reprises : SIIC 2, 3 et 4.

Les participations croisées ou réciproques

Dans ce schéma, deux sociétés détiennent chacune une fraction du capital de l'autre. Ainsi, une forme d'alliance est scellée surtout si la fraction est importante ; le capital est protégé par un « verrouillage par solidarité ». La loi limite à 10 % du capital la participation croisée entre deux sociétés françaises (pas de seuil si une des deux n'est pas française). La fraction ainsi détenue subit une forme de dévitalisation. Utilisées comme moyen de défense, ces participations croisées sont critiquées si elles n'ont qu'un simple but de protection du capital, mais constituent souvent les prémices d'une coopération ou d'un rapprochement entre les sociétés. Gonflant l'actif des sociétés, elles affectent les comptes consolidés.

Les participations circulaires

Ce schéma voisin vise à interposer une société dans les participations réciproques, permettant, dans une certaine limite, de contourner la limitation des 10 % et d'affecter davantage les comptes consolidés. Le but est la protection du contrôle du capital et parfois une autoprotection des dirigeants des sociétés.

Les cascades de holdings

Schéma retenu par de nombreux montages, la cascade de holdings consiste à interposer entre un bénéficiaire et un actif une série de sociétés holdings. Une holding de premier niveau en détient une deuxième qui en détient une troisième, et ainsi de suite jusqu'à la détention de l'actif concerné. De la sorte, on peut à chaque étage accueillir des minoritaires et lever de la dette, tout en maintenant le contrôle sur l'ensemble avec une mise initiale dans la première holding parfois modeste. Il s'agit de démultiplier l'effet de levier juridique et financier. Cette construction peut cependant s'avérer un leurre du fait de la difficulté à convaincre des minoritaires et des créanciers financiers de participer aux « holdings étages ». Plusieurs groupes sont constitués ainsi.

Le recours aux doubles Lux. Co.

Ce montage fréquent en ingénierie financière s'est largement diffusé depuis 2010. Il s'agit d'un astucieux mélange de droit européen et

de *forum shopping*. Il a pour principal but de sécuriser les garanties (nantissements) mises en place au profit des créanciers et d'éviter que celles-ci soient inefficaces en cas de procédure contre l'actif (ou sa holding de détention en premier niveau). Le montage est relativement lourd. Une Lux. Co. 2 est créée par le bénéficiaire et s'endette auprès de créanciers, puis elle investit dans une Lux. Co. 1 à laquelle elle prête les fonds mobilisés au niveau supérieur. Ensuite la Lux. Co. 1 crée une New Co. en France (par exemple) et lui prête les fonds ; cette New Co. acquiert alors l'actif par endettement. La dette « descend » donc de Lux. Co. 2 à la New Co.

De la sorte les contrats avec les créanciers financiers sont établis en droit luxembourgeois et le nantissement sur les titres de Lux. Co. 2 résiste même si la New Co. entre en procédure de sauvegarde. Un tel montage protège les créanciers et rétablit un rapport de force plus favorable à leurs intérêts.

2. Le levier juridique par les titres

Un levier juridique, primaire ou secondaire, peut être trouvé par les titres, en créant des actions « spécifiques ».

À la base, une action est l'assemblage de trois types de droits : le droit de propriété (inaliénable), les droits politiques et les droits financiers. Le levier par les titres cherche à agir sur les composantes de l'action.

a. Actions de préférence

À côté des actions classiques (ordinaires), le législateur avait créé, au gré des besoins, une série de titres (actions hybrides), aboutissant à un « catalogue d'actions ».
L'ordonnance de juin 2004 a mis un terme à cette situation et institué en droit français les actions de préférence. Elle ne définit plus un catalogue de titres mais permet, comme dans tous les pays où des *preferred shares* existent, aux sociétés de convenir en assemblée générale de l'émission d'actions de préférence, offrant une grande liberté et imagination statutaire aux émetteurs.

Une action de préférence est une action dont les droits politiques et/ou les droits financiers sont modifiés, temporairement ou définitivement, à la hausse (renforcement du droit) ou à la baisse (affaiblissement du droit). Ce titre générique permet donc de créer les actions que l'on

souhaite, dans la mesure où les statuts le prévoient. La liberté et la souplesse instituées aboutissent à une quasi-customisation du capital. Toute une gamme de titres peut être envisagée, selon différentes modifications (aménagement, suppression, suspension, renfort) pour une durée déterminée, déterminable ou permanente.

Ces titres ne peuvent dépasser un plafond de 50 % du capital des sociétés non cotées et de 25 % pour les sociétés cotées.

Les actions de préférence permettent de traduire en titre de capital l'imagination des investisseurs. Pour les sociétés, l'avantage est multiple et permet de traiter de nombreuses situations et contraintes.

Tableau 4. **Exemples de modification des droits par les actions de préférence**

Modification des droits	Renforcement	Affaiblissement
Droits politiques	Vote double, triple Droit de veto Droit d'information Droit de proposition Action anti-dilution …	Pas de droit de vote Vote limité …
Droits pécuniaires	Dividende fixe Dividende prioritaire Dividende cumulatif Priorité sur le *boni* …	Pas de dividendes …

Ces titres peuvent constituer un levier primaire ; par exemple, une action à dividende prioritaire moins risquée qu'une action classique pourrait présenter un β inférieur, de nature à faire baisser le WACC.
Le droit français n'a pas autorisé les *redeemable shares*, actions remboursables, rachetées ou remboursées aux actionnaires selon des modalités statutaires à leur initiative ou celle de la société. Elles existent dans plusieurs pays européens.

b. Opérations sur titres (OST) actions

Les actions, qu'elles soient classiques ou de préférence, peuvent faire

l'objet d'une série d'opérations portant sur les droits de propriété, affectant le nombre ou la valeur des actions. Elles permettent le pilotage du contrôle de la firme et du montant des fonds propres.

Les OST (actions) affectant les droits de propriété

Le démembrement d'actions

Il consiste à répartir les droits entre le nu-propriétaire des actions et l'usufruitier, mais il suppose d'organiser précisément la partition des droits politiques et financiers.

La location d'actions

Souvent évoquée en ingénierie, la location d'actions a été instituée en 2005 pour les PME. Elle permet de transférer l'utilisation des titres sans en modifier la propriété. Le propriétaire perçoit un revenu fixe et le locataire un revenu aléatoire. Le contrat de location peut être assorti d'une option ou d'une promesse de vente ou d'achat, devenant alors un contrat de *leasing*. La location permet d'étaler la cession d'une société dans le temps, de faire acheter une société par un tiers (financier) ou, surtout, de faciliter la transmission des entreprises familiales.

Le jumelage

Le *stapling* est un lien statutaire qui existe entre deux sociétés de nationalités différentes, ainsi les actions concernées par le jumelage ne peuvent être cédées ni acquises séparément. Elles constituent un « bloc conjoint ». Les sociétés peuvent être cotées conjointement, les actionnaires disposent d'un levier fiscal et ce système joue un rôle de moyen de défense. Exemple : Eurotunnel SA jumelée avec PLC.

Le transfert temporaire de titres

Plusieurs opérations permettent une cession temporaire de titres.
La vente à réméré permet à un cédant de racheter la chose vendue contre la restitution du prix payé majoré des frais de transaction. Le vendeur peut racheter, s'il le souhaite, à prix convenu les actions dans un délai maximum de 5 ans (faculté de rachat).

Dans la pension livrée, un vendeur cède ses actions à un repreneur et les parties conviennent qu'à une échéance déterminée le cédant

rachètera les titres à un prix convenu. Juridiquement, il s'agit d'une vente associée à un engagement de rachat à terme défini.

Une opération de prêt-emprunt de titres (*repo*) constitue un prêt d'actions. Un agent emprunte les titres au propriétaire et prend l'engagement de restituer ces titres à une date ultérieure convenue en payant une commission au vendeur. Durant la période de prêt, aucun dividende ne peut être versé. Cette pratique est courante sur le marché financier, dans des situations de vente à découvert.

Le nantissement de titres

Cette opération est très courante pour la mise en place de sûretés. Dans ce cas, des actions détenues par un emprunteur peuvent être remises en garantie à un créancier. En cas de défaut sur la dette, le créancier devient propriétaire des titres et couvre son risque. Ainsi, les actions jouent le rôle du collatéral pour le crédit.

Les OST (actions) affectant le nombre d'actions

La réduction de capital par réduction du nombre d'actions[40]

La société supprime des actions. Soit elle solde l'autocontrôle détenu, soit elle procède à une réduction proportionnelle[41] pour les actionnaires. Sans impact au contrôle, le nombre moindre de titres génère une relution au bénéfice par action.

Le regroupement d'actions (*penny stocks*)

Opération neutre en valeur, on regroupe des actions dans une action nouvelle d'un montant nominal plus élevé, suivant une règle de : *X* (anciennes) pour 1 (nouvelle). Ainsi, le nombre total d'actions est réduit, évitant les inconvénients d'une action à faible valeur. Il faut que les actionnaires détiennent des actions par nombre multiple de *X*.

La division d'actions

Opération inverse, il s'agit de diviser le nominal des actions, chaque

40. La réduction de capital peut être envisagée lors de pertes cumulées importantes, où elle est une mesure d'assainissement (permettant une augmentation ultérieure : le coup d'accordéon), mais aussi dans un contexte de fonds propres excessifs. Elle est emprunte d'un formalisme contraignant.
41. Exemple : 1 action pour 10, ceci pose des problèmes de « rompus » si les actionnaires ne détiennent pas tous un nombre d'actions multiple de la base de réduction.

action ancienne donnant lieu à échange contre *N* actions nouvelles. Le nombre total d'action s'accroît, capital social et fonds propres restent inchangés. Ceci augmente la liquidité, on dispose d'actions plus nombreuses moins valorisées pour des opérations sur titres.

Les OST affectant la valeur des actions

La réduction de capital par réduction de nominal[42]

L'opération a pour but de réduire la valeur des actions. Chaque actionnaire reçoit le même montant par action et la géographie du capital est inchangée.

Amortissement du capital (avance sur le *boni* de liquidation)

Remboursement d'une partie du capital à certains actionnaires, sans réduction du capital social, cette opération est considérée comme une avance sur le produit de la liquidation future. Les actions concernées deviennent des actions de jouissance et l'opération est réversible.

c. La création de *tracking stocks*

Les actions traçantes (actions de branche), encore appelées actions reflet, confèrent à leurs détenteurs un droit sur les bénéfices d'une filiale ou d'une branche d'activité identifiée, obligeant la société à une transparence (*reporting*) et communication sur la branche en question. Juridiquement, c'est une action de la société dont les droits financiers ont été modifiés (action de préférence). La performance est indexée sur les résultats de l'activité tracée. Souvent considérés comme un moyen de réduire les décotes de holdings, ces titres ne sont pas utilisés en France.

d. Accès au capital à terme : *Equity kicker*

Un outil particulier peut permettre d'accéder à terme au capital de la société. L'*Equity kicker* permet une acquisition conditionnelle d'actions selon la décision du porteur du titre ; juridiquement, c'est une valeur mobilière : un bon, représentant un titre de capital. Il peut s'agir d'un bon de souscription d'action (BSA) ou, plus rarement d'un bon d'acquisition d'action (BAA). Il constitue des Fonds Propres pour la société émettrice.

42. Voir note n° 40.

Le bon peut être émis de manière autonome, on parle alors de bon autonome (BASA ou BAAA), ou attaché à l'émission d'une valeur mobilière (bon attaché) action (ABSA) ou obligation (OBSA).
Il peut être émis à titre gratuit ou à titre onéreux et le prix d'exercice est défini à la création du bon (prix ferme ou règle).

Pour le détenteur du bon, celui-ci correspond à une option qu'il pourra ou non exercer en tenant compte de la valeur de l'action. En cas d'exercice du BSA, l'émetteur est obligé d'augmenter son capital pour offrir les titres concernés.

Le bon présente une valeur intrinsèque égale à la différence entre la valeur de l'action sous-jacente et le prix d'exercice.

D'autres outils se sont inspirés du mécanisme du BSA, en proposant un bon de souscription d'obligations. Il est concevable de proposer des BSA remboursables en cas de non-exercice (BSAR), voire d'en indexer la valeur (BSARI).

3. La gestion du capital

Ce levier juridique comprend des outils qui permettent un, relatif, pilotage du capital et du contrôle.
La gestion du capital suppose, au préalable, la connaissance de l'actionnariat, c'est-à-dire de la table de capitalisation[43]. Pour les sociétés cotées, il existe des obligations d'information et de déclaration d'intention pesant sur les actionnaires (individuellement ou action de concert) en cas de franchissement de seuils[44]. Ces sociétés peuvent ajouter des seuils. Pour les sociétés non cotées, des dispositions statutaires identiques peuvent obliger les actionnaires à dévoiler leur participation.

a. L'ouverture du capital à des minoritaires

Les actionnaires de référence peuvent envisager d'ouvrir le capital à des minoritaires, avec différentes motivations :

- rationnement des liquidités des actionnaires obligés d'ouvrir le capital pour disposer de l'*Equity* nécessaire ;
- objectif de diversification des actionnaires ;

43. Répartition du capital et des droits de vote entre les différents actionnaires.
44. Complétés par le dispositif anti-rumeurs.

– partage des gains pour inciter à la performance ;
– accueil de partenaire revendiquant une présence au capital dans le cadre d'un montage ;
– protection du contrôle obtenue d'un minoritaire fidèle,
– adossement à un actionnaire de référence (réputation).

Les majoritaires, sponsors de l'opération d'ingénierie, peuvent ouvrir le capital à un large panel de minoritaires. Cependant, au-delà de 150 actionnaires, la société est considérée comme faisant appel public à l'épargne. Pour éviter cette situation contraignante, l'accueil des minoritaires se fait *via* des structures intermédiaires.

On considère deux catégories de minoritaires :

— les minoritaires « classiques » associés pour des raisons techniques, comme les créanciers financiers, partenaires industriels, vendeurs, partenaires financiers (Fonds),

— les minoritaires « sûrs », stables, accueillis pour des raisons politiques du fait de leur fidélité supposée, permettant la protection du contrôle[45], par exemple : salariés, État, famille, « chevalier blanc », participations croisées.

b. Autocontrôle

L'autocontrôle est un moyen simple offert aux sociétés pour gérer leur capital. La société achète ses propres actions et les détient dans la limite de 10 % du capital. Au-delà, elle doit céder les titres en dépassement ou procéder à leur annulation par réduction du capital. Les droits de vote associés à l'autocontrôle sont gelés (modifiant les majorités relatives) et les actions neutralisées pour la consolidation (retranchées des Fonds Propres en IFRS). Pour les sociétés, l'autocontrôle correspond à deux objectifs financiers : la volonté de réduire ou de gérer leur capital.

La détention d'autocontrôle suppose que la société ait lancé préalablement un plan de rachat d'actions autorisé par l'AGE, avec plusieurs motivations : procéder à des acquisitions payées en action, disposer des titres pour une opération en capital, récompenser et inciter les salariés, agir sur le cours de Bourse (stabilisation)[46],

45. Fidèles aux majoritaires sur lesquels ils alignent leurs positions.
46. Le rachat d'action est également un signal financier fort.

rémunérer les actionnaires (*Equity service*) avec une fiscalité favorable en utilisant une trésorerie excédentaire, verrouiller le capital et protéger le contrôle.

Le rachat de ses propres actions est encadré par la loi, surtout pour une société cotée en Bourse (OPRA).

L'opération a un fort impact sur les indicateurs de mesure et de pilotage de la valeur (ratios), en particulier sur le bénéfice par action (effet relutif des actions neutralisées).

c. Pacte d'actionnaires

L'ouverture du capital, même à des actionnaires fidèles, pourrait générer des divergences, voire des conflits, perturbant la vie sociale et générant des difficultés pour le majoritaire. Pour définir les grands principes du comportement des actionnaires vis-à-vis de la société et convenir des modalités de sortie du capital, l'outil contractuel est utilisé. Le pacte d'actionnaires complète les dispositions statutaires, il est l'outil contractuel par excellence de l'ingénierie financière.

En prédéfinissant les « règles du jeu » applicables entre actionnaires, l'incertitude quant à l'avenir est réduite.

Le pacte, qui traduit les choix négociés entre actionnaires et organise le pouvoir et les relations entre les parties, est :

- subordonné aux statuts qui priment sur le pacte ;
- opposable aux signataires et non à la société ;
- confidentiel (sauf s'il porte sur les droits de vote pour une société cotée) ;
- flexible (géométrie variable, nombre d'actionnaires liés).

Le pacte, très utilisé en pratique, est souvent nécessaire du fait de l'ouverture du capital à des minoritaires. Négocié préalablement à leur association, il recouvre ce dont les signataires conviennent et comprend généralement quatre types de dispositions :

- définition d'un statut d'actionnaire impliqué : informations, comité de suivi, comité des rémunérations… ;
- pouvoir dans la société : consultations et autorisations préalables, information, assemblées, vote, gestion ;

– capital : géographie (circulation du capital, cession des titres, *ratchet*, sortie du montage) et rémunération (affectation du résultat, dividendes) ;
– « opérationnelles » : non-concurrence, cas de départ des dirigeants actionnaires, etc.

Négocié avant le montage, le pacte permet la discussion préalable des modalités d'investissement des associés.

d. Gestion de la circulation du capital

Des dispositions peuvent chercher à prédéfinir, voire limiter, la circulation du capital, en particulier en ce qui concerne la sortie des actionnaires.

Les statuts peuvent prévoir des clauses d'agrément, de rachat (par la société ou les co-actionnaires), de préemption ou encore d'inaliénabilité temporaire. Le pacte, décrit *supra*, offre une grande liberté et des conventions peuvent prévoir différents systèmes : *tag along* (droit de sortie conjointe avec ajustement au *prorata*), *drag along* (sortie forcée des autres actionnaires), *lock up*, *buy or sell* (si un actionnaire trouve preneur pour plus de titres qu'il ne détient), etc.

e. Gestion de la dilution potentielle : le *ratchet*

Des opérations financières ultérieures (augmentation de capital) peuvent entraîner un risque de dilution pour un actionnaire en place, dilution de la valeur (perte de valeur de l'investissement) ou du contrôle (réduction de la fraction du capital détenue). Des actionnaires peuvent souhaiter se protéger de ce risque.

Les mécanismes anti-dilutifs peuvent être mis en œuvre par différents outils : titres[47] (bons, valeurs composées, statuts, conventions (promesses) ou pacte. Il s'agit d'un ajustement en nombre ou en valeur de titres émis ou échangés lors d'opérations financières futures, autour d'un mécanisme de *ratchet*. En cas d'augmentation de capital non suivie par le bénéficiaire, celui-ci « récupère » des actions pour maintenir sa situation, que les actionnaires se portent fort de lui permettre d'obtenir. La protection peut être totale (investissement totalement protégé), cas du *full ratchet,* ou partielle, cas de l'*average ratchet*.

La non-dilution au contrôle est obtenue par l'engagement des co-

47. En particulier actions de préférence.

actionnaires de céder quoi qu'il arrive un nombre de titres suffisant pour maintenir le pourcentage du capital détenu par un actionnaire. En cas d'augmentation du capital non suivie par le bénéficiaire, il rachète des actions aux autres actionnaires pour maintenir son degré de participation (en %). La non-dilution à la valeur (*ratchet* classique) garantit la valeur investie par un actionnaire au capital. Si le capital est augmenté sur une base de valorisation inférieure à celle de la souscription initiale, le bénéficiaire peut souscrire un nombre d'action tel que la valeur détenue sera égale à l'investissement initial.

4. La « représentation » des bénéficiaires

Quelques situations peuvent inciter un investisseur à rechercher l'anonymat (masquer un changement de contrôle, éviter la fiscalité, ne pas afficher un actionnaire, échapper à une réglementation…). Il peut être obtenu par l'interposition d'écrans, devant permettre au bénéficiaire de récupérer à sa guise sa propriété et les gains associés[48]. Cette « représentation » vise deux usages : la délégation ou l'anonymisation.

a. Portage

Dans une convention de portage, un actionnaire transfère temporairement des titres à un porteur à qui il s'engage de les racheter au terme d'une période et à un prix convenu. À l'actionnaire réel (souhaitant bénéficier de l'anonymat) se substitue, pour une période, un actionnaire apparent. L'opération est temporaire, au débouclage les titres peuvent être cédés (restitués) à l'actionnaire d'origine (portage fermé) ou à un tiers désigné au contrat (portage ouvert). Le porteur exerce tous les droits d'un actionnaire et perçoit les revenus des actions. Rémunéré pour le portage, il est plus un investisseur qu'un associé.

Un contrat confidentiel lie l'actionnaire au porteur ; la société n'y est pas partie, il peut intervenir lors de la création de titres (cas du portage souscription) ou par vente (portage acquisition). Plusieurs modalités juridiques existent pour le contrat (promesses, fiducie, prêt). La personnalité de l'acquéreur futur n'est pas révélée. Ses applications en ingénierie sont multiples : fluidité du capital, garantie, projets de développement.

48. L'anonymisation est aussi utilisée dans le blanchiment.

Le portage présente des limites. La nature de la convention n'est pas sûre et un risque de requalification en prêt existe. Dans une convention portant sur des titres cotés, l'action de concert est établie et les obligations relatives aux seuils contribuent à dévoiler le porteur.

b. Fiducie

Instituée en droit français en 2007, la fiducie[49] est une opération où un constituant (le fiduciant) transfère des actifs par contrat à un gestionnaire (le fiduciaire) dans un but défini, au bénéfice d'un agent désigné (le fiduciant, le fiduciaire ou un tiers).

Une grande liberté est de mise, le contrat de fiducie doit prévoir l'objet et le but de la fiducie. Il n'offre néanmoins aucun gain fiscal, car si la fiducie about à réduire l'impôt, le fisc redresse l'opération.

En pratique, la fiducie recouvre deux usages :

- la fiducie gestion : le fiduciant confie au fiduciaire des actifs dans le but d'assurer leur gestion courante,
- la fiducie sûreté : permettant à un créancier fiduciaire de disposer des actifs en cas d'insolvabilité.

Durant le contrat, le constituant est imposé sur les biens fiduciaires (la fiducie est transparente fiscalement). Au terme du contrat, les actifs retournent entre les mains du constituant.

La fiducie n'a pas connu un grand succès en France, les contrats sont peu nombreux. Si plusieurs textes ont ajusté le dispositif, le caractère restrictif de la fiducie française et sa fiscalité en font un instrument surtout utilisé en matière de sûretés (garanties de dettes). Les fiducies belges ou luxembourgeoises, flexibles, apportent plus de résultats et d'avantages.

c. *Trust*

Inconnu en droit français, le *trust* est une technique juridique propre à des droits étrangers. Le *trust* est une entité juridique reconnue par le droit local, qui en organise le fonctionnement. Il peut être irrévocable ou révocable.

Le *trust* permet à un constituant *settlor* (ou *trustor*) de confier des actifs et/ou des intérêts à un *trustee*, qui les gère au profit d'un bénéficiaire

49. Article 2001 du Code civil.

(constituant ou tiers désigné), selon des règles précises. Le *trust* est un « contrat de confiance » entre le constituant et son *trustee* (personne morale ou physique). Le *trust* est défini conventionnellement[50], soit par un document (*trust deed*), soit par testament. Ce titre a une valeur légale et un compte bancaire est ouvert pour dénouer les opérations.

Le *trust* a de multiples utilisations selon les actifs confiés et les objectifs (patrimonial, social, caritatif). Il peut être activé à des fins d'anonymat, dans une opération de financement, dans une levée de fonds ou en support d'une dette. Les *trusts* sont généralement utilisés dans des contextes financiers pour occulter des transactions et ont une réputation négative. Les *trusts* les plus opaques et avantageux sont les trusts du Panama, du Liberia, des îles Caïman et des îles Marshall.

d. Les opérations de *back to back*

Le *back to back* est une opération où une banque consent un crédit à un client, sur la base d'une garantie séparée par un dépôt de ce même client dans la banque. Il permet généralement de rapatrier dans un pays de l'argent déposé dans une banque d'un autre pays par un emprunt garanti par son propre argent.

L'opération n'a de sens que si l'argent détenu dans l'autre pays l'est secrètement afin de ne pas justifier de son origine et de ne pas s'exposer à la fiscalité. Cette technique de blanchiment dissocie un contrat officiel de dette entre l'emprunteur et une banque et un contrat occulte entre ces mêmes agents (dépôt du capital de couverture). L'argent est réinjecté légalement dans le circuit financier. L'agent emprunteur supportera des intérêts (parfois déductibles) et remboursera le capital, permettant de ressortir en toute légalité un montant égal au capital initial !

Pour « sécuriser » le montage, il est habituel de faire intervenir deux banques : une pour le contrat de crédit officiel et une seconde où est effectué le dépôt de garantie, cette dissociation amplifie l'opacité.

50. Il existe un *trust document* généralement écrit et régi par la loi locale.

5. La mise en œuvre du levier juridique

Le levier juridique, rouage de l'ingénierie financière, est particulièrement riche, il est engagé par des pratiques standard.

Le contrat outil classique du levier juridique

Le contrat est une technique basique de l'ingénierie. Il exprime la volonté des parties qui conviennent d'un projet, d'objectifs, de moyens et de dispositions pour arriver à leurs fins. Le contrat présente de multiples avantages : customisation à l'opération envisagée, secret entre les parties, nombre de parties liées, etc.

La stipulation statutaire : levier juridique dans les statuts

Les statuts liant l'ensemble des actionnaires, opposables aux tiers, ont un effet juridique supérieur au contrat et au pacte, ils s'imposent à tous et sont publics. Ils offrent une relative souplesse selon les formes juridiques permettant de traiter l'essentiel des objectifs financiers. Cette stipulation peut prendre la forme de la création d'une catégorie de titres spécifiques[51] ou de dispositions et/avantages particuliers (réserves statutaires, règles de dividendes…).

Le levier juridique standard : une New Co. *ad hoc* !

L'ingénierie financière cherche constamment à utiliser les avantages de la novation et à disposer d'une forme de réversibilité. Alors, l'engagement des outils juridiques conduit généralement à créer une entité nouvelle spécialement dédiée à l'opération. La « nouvelle compagnie » (New Co.), construite spécifiquement pour l'opération, correspond à un véhicule dédié, *Special Purpose Vehicule*, qu'il s'agisse d'une structure spécifique ou d'une société holding.

2.2 Le levier financier

Intuitivement, la notion de levier renvoie au levier financier classique de la dette.

L'objectif du levier financier est, au-delà de la gestion classique du financement (politique financière), de faciliter la levée de capitaux

51. Action de préférence.

financiers, suivant une double logique de réduction de leurs contraintes d'obtention :

- ➔ traiter le rationnement avec un objectif volumétrique consistant à obtenir plus de financement qu'envisagé classiquement,
- ➔ réduire leur coût avec un objectif en termes de « prix » et de valeur consistant à réduire le prix du financement.

On recherche des solutions innovantes au problème du financement de la firme ou d'un portefeuille d'actifs. Le levier financier s'assimile à un processus de création d'une structure optimale dans un montage financier.

Cet objectif est envisagé au regard d'un indicateur financier :

- → selon une logique, trompeuse, de performance visant à maximiser le *Return On Equity* : Max (ROE),
- → selon une logique de coût, logique et rigoureuse, cherchant à minimiser le coût des capitaux : Min (WACC).

Le levier concerne à la fois l'*Equity* et la dette financière. Celle-ci étant moins coûteuse que les fonds propres, le levier financier se propose d'agir prioritairement sur la dette pour en faciliter l'obtention et en réduire coût et contraintes. On crée alors des produits de dettes spécifiques et originaux ou dette complexe (hybride) en opposition à une dette classique.

Lorsqu'une firme se finance, elle cherche à minimiser le coût du financement. La littérature théorique enseigne qu'une structure financière optimale (*gearing* optimal D/E^*) permet la minimisation du WACC. Au-delà, les contraintes générées par la dette entraînent un accroissement du WACC à chaque endettement marginal.

Un des objectifs du levier financier est, par modification des produits de dettes, de repousser le *gearing* optimal, permettant un endettement et un effet de levier sur le WACC plus importants qu'avec le financement habituel. L'ingénierie financière est une ingénierie du financement.

1. Le levier financier sur l'*Equity*

L'objectif est la **facilitation de la levée d'*Equity*,** tant en volume qu'en coût, c'est-à-dire de chercher, dans une certaine mesure, à réduire le β. Plusieurs outils juridiques favorisent la levée de capitaux (actions de

préférence, pacte, *ratchet*, etc.) et permettent de réduire le risque des fonds propres et d'espérer en réduire le coût.

L'émission d'*Equity* peut également être facilitée en l'assortissant d'un avantage (*incentive*) pour les souscripteurs, aboutissant à l'émission d'actions composées ou complexes.

Action complexe = action classique + *incentive*

L'*incentive* est généralement un bon d'acquisition (BAA) ou un bon de souscription d'action (BSA), ou parfois un BSO (bon de souscription d'obligation), éventuellement remboursables, voire indexés. Dans le cas d'un bon, celui-ci peut aussi être complexe (cas du bon de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles ou existantes). L'*incentive* peut aussi être un bon d'option d'action ou un bon d'acquisition d'action. Toute une gamme d'actions complexes existe.

Tableau 5. **Exemples d'actions complexes**

Titre	**Composition (action + *incentive*)**
ABSA	Action à bon de souscription d'action
ABAA	Action à bon d'acquisition d'action
ABSAR	Action à bon de souscription d'action remboursable
ABSARI	Action à BSA remboursable indexé
ABOA	Action à bon d'option d'action
ABACQ	Action à bon d'acquisition d'action
ABSO	Action à bon de souscription d'obligation
ABSOC	Action à bon de souscription d'obligation convertible
ABSOR	Action à bon de souscription d'obligation remboursable
ABSORI	Action à BS d'obligation remboursable indexé

Ces actions hybrides sont des valeurs mobilières à nature multiple. La détention d'un bon attaché à une action offre à l'actionnaire une option sur un titre financier futur, lui permettant d'anticiper une performance financière complémentaire et/ou un renforcement de son contrôle sur la firme (relution à la valeur et/ou au contrôle).

2. Le levier financier sur la dette : ingénierie financière de la dette

Au cœur de l'ingénierie financière, l'objectif est d'utiliser le levier financier classique de l'endettement, en visant un double objectif :

- ➔ permettre l'accroissement de la performance (valeur),
- ➔ recourir à la dette à la place de l'*Equity* tout en conservant la fonction de stabilisation du capital.

Le montage cherche à maximiser l'endettement tout en visant la réduction des contraintes de la dette. L'objectif est volumétrique (maximiser le montant) et technique : en réduisant les conséquences négatives de la dette (l'accroissement du risque financier lié à l'endettement), l'emprunteur échappe à une partie de leurs inconvénients. De la sorte, il est possible d'accéder à plus de dette, même au prix d'un renchérissement, acceptable tant que le coût de la dette après impôt reste inférieur au coût de l'*Equity*.

Des négociations sont menées avec les créanciers financiers pour obtenir d'eux un assouplissement des conditions classiques du crédit. Ce relâchement des contraintes (rémunération et remboursement) est obtenu au prix d'un accroissement des *spreads* de crédit, de la mise en place de garanties et de clauses contraignantes dans les contrats de crédit. Des dettes hybrides sont bâties reflétant un changement de paradigme des créanciers financiers. Si, pour la majorité des produits de dettes classiques, la logique est celle d'un engagement (contrat de crédit qui repose sur la capacité de l'emprunteur à assurer le service de la dette), pour ces produits de dette hybride, le raisonnement est celui d'un *up side*, où le créancier financier raisonne au regard de la valeur du collatéral garantissant l'emprunt[52].

Ce levier peut être trouvé sur le paiement des intérêts et le remboursement du capital, contraignant à une gestion des autres conséquences de la dette.

a. Le levier sur le paiement des intérêts

Des outils permettent de réduire le taux d'intérêt des dettes en offrant un autre mode de rémunération : un *incentive*.
Il peut s'agir d'une Prime de Remboursement des Obligations ou d'un bon permettant l'accès à un titre financier futur : un *kicker*.
Un *kicker* est un titre permettant un accès différé à une valeur mobilière, sous forme de bon de souscription d'actions ou d'obligations (BSA ou BSO). Ces bons peuvent éventuellement être remboursables, voire

52. Dans ce schéma, le montant dû doit être couvert par la valeur du collatéral.

indexés (BSAR, BSARI, BSOR, BSORI).

La dette hybride vise la limitation du décaissement des frais financiers, tout en conservant leur passage en charges permettant la réduction de la base imposable, donc de l'impôt payé.

Les techniques du coupon zéro (pas d'intérêt mais rémunération du créancier sur le montant effectivement remboursé[53]) ou du coupon unique (tous les intérêts sont payés à la fin du crédit) allègent la charge d'intérêt.

Les intérêts *Pay In Kind* (PIK) sont des intérêts qui ne donnent pas lieu à un décaissement de trésorerie, le créancier reçoit un autre titre en paiement des intérêts :

– en général, les frais financiers sont capitalisés à la dette et payés au créancier au rythme de l'amortissement du capital, générant à leur tour des intérêts,
– il peut aussi s'agir de titres de capital (actions) ou d'un *kicker*.

Les intérêts *Pay If You Can* (PIYC) sont une variante du PIK. Les frais financiers sont décaissés si la société a atteint un certain niveau de *cash flow* (*excess cash flow*). En dessous de ce montant, une clause PIK s'applique ; au dessus les frais financiers sont payés (totalement ou au prorata du dépassement).

b. Le levier sur le remboursement du capital

Il s'agit d'aménager la contrainte de remboursement.

La gestion de la dette

Il s'agit d'aménager l'amortissement du capital emprunté.

- Le remboursement peut être allégé par un différé, un emprunt à fenêtre ou une possibilité de prorogation.
- Le remboursement *in fine* prévoit un paiement unique de la totalité du capital emprunté en fin de période. À cette échéance, l'emprunteur peut rembourser, obtenir le renouvellement du prêt (pas de remboursement) ou céder un actif pour solder le crédit.
- La dette perpétuelle est une dette dépourvue de contrainte de remboursement. Techniquement, dette *in fine* à 99 ans

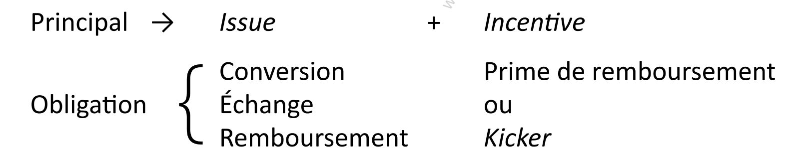
53. Donc par la prime de remboursement des obligations.

renouvelable chaque année, elle est exigible en cas de liquidation ou d'événement important prévu au contrat (fusion, scission, cession…). Le créancier ne recouvre pas son capital mais uniquement des intérêts ; le produit est attractif si la valeur actuelle des coupons perpétuels est supérieure à l'amortissement classique de l'emprunt, ce qui impose un taux d'intérêt élevé, souvent majoré durant les premières périodes[54]. Ce produit est envisageable pour les emprunteurs dont le risque de défaut est très faible (*rating* AAA).

La dette susceptible de devenir du capital : l'*Equity Linked*

Il s'agit de dettes (à l'origine) qui peuvent, éventuellement, devenir de l'*Equity* et ainsi échapper au remboursement. Devenant « doucement », à terme, des actions (*Equity linked*), ces titres sont des valeurs mobilières : des obligations.
Le non-remboursement peut entraîner une dilution si des actions nouvelles sont créées (pas de dilution si le dénouement est fait en actions existantes). Ces titres supposent une analyse continue de la valeur et du risque de l'action sous-jacente. À l'émission du produit *Equity linked*, pour en assurer le placement, offrir une rémunération et anticiper le risque de dilution, le produit est généralement accompagné d'un *incentive* (prime de remboursement ou *kicker*).

La structure du produit est la suivante :



L'obligation peut être transformée (« issue »), de manière ferme ou optionnelle, en action, soit par conversion (création d'action nouvelle), échange (action nouvelle ou existante) ou remboursement (action nouvelle ou existante).

Il est possible de créer un grand nombre de produits de dettes hybrides *sweet equity*, autour du conduit générique suivant.

54. La valeur actuelle est alors forte.

Schéma 3. **Composition des produits d'*Equity linked***

Obligation	Convertible Échangeable Remboursable	• Simple (sans *incentive*) • Avec prime de remboursement • À *Kicker* : BSA, BSAR, BSARI, BSO, BSOR, BSORI

On peut créer de nombreux produits, parmi lesquels les OC (obligations convertibles), les OE (obligations échangeables), les ORA (obligations remboursables en actions), et les OCBSAR, les ORABSARI, les OCBSOR… Cette flexibilité permet de retenir le titre convenant au but visé. Un titre, dit sur-générique, est progressivement devenu standard : l'OCÉANE, obligation convertible ou échangeable en actions nouvelles ou existantes.

La subordination de la dette

La subordination repose sur un principe simple : des dettes voient leur remboursement subordonné à celui d'autres dettes soldées avant elles. Une hiérarchie est instituée dans le financement : des créanciers sont prioritaires (seniors) par rapport à d'autres (juniors). La dette subordonnée est exigible si et seulement si, quand et seulement quand, la dette classique (senior) est soldée. Une priorité est organisée au profit de créanciers déterminés.

La subordination peut être définie de deux manières.

- Elle peut être légale, la loi définissant une dette subordonnée : les Titres super subordonnés (TSS) créés en 2003, qui constituent des valeurs mobilières représentatives de créances. Ces obligations d'absolu dernier rang génèrent des intérêts et sont remboursables avant le capital et/ou quand toutes les dettes sont soldées.
- La subordination peut être conventionnelle, l'emprunteur convient de manière contractuelle de la subordination avec le créancier, qui accepte explicitement son rang. Ces créanciers peuvent être :
  - des créanciers financiers sollicités sur le marché financier, avec émission d'obligations subordonnées à haut rendement (*high yield bonds*) traitées sur des marchés spécialisés ;
  - des créanciers financiers privés qui interviennent par une dette dite ***mezzanine*** ; ces « mezzaneurs » sont des filiales de groupes bancaires ou des fonds spécialisés ;

- des partenaires du montage comme les actionnaires (prêt subordonné actionnaire) ou les vendeurs d'une société (crédit vendeur subordonné).

Il est envisageable que certaines de ces obligations subordonnées soient assorties d'un *kicker*. On peut faire référence, par exemple, aux OSCAR (obligation subordonnée convertible en action ou remboursable) ou aux OSRA (obligation subordonnée remboursable en action).

La subordination allège le service en capital de la dette et organise une séniorité au profit de prêteurs prioritaires.

c. Le levier sur les autres contraintes de la dette

Pour alléger le poids de la dette, l'ingénierie financière cherche à agir sur ses autres contraintes.

Les garanties

Les créanciers financiers exigent des garanties, d'autant plus justifiées par le relâchement de la contrainte de remboursement. Afin de limiter le risque pour l'emprunteur et le créancier financier, la garantie doit porter sur un actif cessible à tout instant[55], parfaitement identifié et qui ne mette pas en péril le périmètre d'origine (avant l'opération) du bénéficiaire. La solution consiste à externaliser la garantie et à offrir comme collatéral l'actif faisant l'objet de l'opération d'ingénierie.

Le nantissement est généralement retenu, organisé en nantissement de premier rang pour les créanciers seniors et de second rang pour les créanciers juniors. Si l'endettement est réalisé par une société holding, celle-ci organise les nantissements sur les actifs détenus.

Le créancier est néanmoins exposé à une perte de valeur du collatéral. Alors, la technique de l'appel de marge, convenue dès l'origine, contraint l'emprunteur à apporter d'autres actifs en garantie pour couvrir le risque du créancier financier.

La logique est qu'à tout moment la valeur du collatéral (actif objet du montage) couvre le solde de la dette. Une garantie est aussi offerte par les instruments convertibles qui peuvent permettre aux créanciers financiers de prendre le contrôle de l'emprunteur et de disposer alors de tous ses actifs.

---

55. Cohérent avec l'objectif de réversibilité des montages.

L'image financière

Le recours massif à une dette, même allégée de certaines de ses contraintes, se traduit en termes comptables par une dégradation de l'image financière. Les parties prenantes au montage en font une analyse consolidée, contrariant l'effet de l'externalisation de la dette. Les principaux indicateurs d'analyse de l'endettement sont affectés négativement par un fort levier.

Cependant, des dettes modifiées afin de réduire leur contrainte de rémunération et de remboursement ne correspondent plus à la définition comptable de la dette (ressource assortie d'un contrat complet prévoyant sa rémunération et son remboursement). Elles sont affectées en Quasi *Equity*, intégré à l'*Equity*. De la sorte, une partie des dettes hybrides vient, paradoxalement, renforcer les fonds propres des montages. Ce critère de classement diffère selon les normes comptables locales ou internationales (IFRS). L'affectation de produits de dettes en *Equity* pouvant paraître parfois excessive, les agences de *rating* opèrent un ajustement et définissent pour les différents produits un critère d'affectation restrictif : l'*Equity* ratio (fraction des dettes hybrides classées en Quasi *Equity*).

Cet *Equity* particulier impose le calcul du coût du capital de la structure endettée en prenant en compte trois composantes : coût de l'*Equity* (kE), coût du Quasi *Equity* (kQE) et coût de la dette (kD).

La réduction du risque de défaut

Le levier de la dette accroît le risque de défaut de l'emprunteur, ici la structure du montage. L'ingénierie financière doit traiter ce risque.

Le risque de défaut peut être couvert par le marché

Les créanciers financiers peuvent chercher une protection contre le risque de défaut de leurs emprunteurs et couvrir le risque de contrepartie en achetant un *Credit Default Swap* (CDS) auprès d'investisseurs. En cas de défaut sur la période de protection, le créancier acheteur de CDS recevra le nominal du crédit moins la valeur recouvrée. Il est aussi possible de couvrir le risque par un *Total Return Swap* garantissant le rendement total de l'obligation.
Les créanciers financiers peuvent également céder les crédits dont ils

veulent éliminer le risque à des structures de titrisation, financées par des obligations : *Collateralised Debt Obligations* (CDO).

Réduction par techniques internes au montage

Le risque de défaut peut, dans certaines limites, être traité par des techniques propres à l'opération d'ingénierie financière.

Le risque peut être réduit par la réversibilité de l'opération ; si celle-ci peut être débouclée sans délai, les créanciers peuvent être payés et le défaut évité. L'endettement du montage qui génère un service de la dette doit être défini au regard des capacités de remontées de la trésorerie nécessaire. Ce « calibrage » consiste, à rebours, à définir l'endettement maximum à partir des flux que l'actif concerné pourra verser à la structure d'endettement[56]. Un ensemble de solutions permettant de générer de la trésorerie en urgence doivent être anticipées et pré-négociées, afin de pouvoir faire apparaître du *cash* et le remonter pour éviter le défaut. Il s'agit d'un « *cash kit* », activable rapidement, mobilisant plusieurs outils. Enfin, si aucune autre solution n'est envisageable, la fusion entre la structure du montage et l'actif objet de l'opération peut être réalisée permettant d'imputer le service de la dette directement sur les flux qu'il génère.

La gestion des *covenants*

L'endettement entraîne la mise en place de clauses particulières dans les contrats de crédit : des *covenants* de plusieurs types (ratios à respecter, obligations de faire, obligations de ne pas faire, clauses d'information). Cette contrainte est difficilement réductible pour l'emprunteur. Cependant, devant le nombre de créanciers financiers d'un montage, pour alléger la gestion des *covenants* et des conflits de séniorité, un représentant de la masse des créanciers[57] est désigné et devient l'interlocuteur unique du montage. Par ailleurs, pour éviter des sanctions (*default fees*) si l'emprunteur ne respecte pas de bonne foi un *covenant*, la négociation de dispenses (*waivers*) est nécessaire.

Ces clauses trouvent naturellement leurs limites, trop de clauses enserrant la gestion pourraient assimiler le créancier financier à un gérant de fait ; ceci détermine un point d'équilibre dans les *covenants*.

56. Concept de *cash flow available for debt service* (CFADS).
57. Chef de file qui négocie et répercute les informations aux autres créanciers.

3. L'émergence d'une dette hybride

Le levier financier fait naître foison de produits de dettes qui s'écartent du schéma classique de l'endettement.

La complexité et la sophistication des financements imposent une vigilance quant au service effectif de la dette. La structure d'endettement du montage devra disposer des liquidités suffisantes en provenance de l'actif faisant l'objet du montage. Cet actif devra générer la trésorerie nécessaire, qui sera remontée à la holding par des voies classiques (dividendes, rachat d'actions, etc.).

Le levier financier permet de créer de multiples types de produits de dettes, dont les aménagements visent :

- l'allégement des contraintes supportées par les emprunteurs,
- la création d'incitations pour les créanciers.

Tout produit de dette est structuré de la manière suivante :

- le principal : titre de dette simple ou aménagé ;
- sa sortie (*issue*) : *cash*, action, autre titre de dette ;
- l'*incentive* : prime ou *kicker* (multiples variantes).

Raimbourg et *al.* (2009) distinguent les dettes : classiques, hybrides, contingentes et structurées et Poitrinal (2009), les obligations ordinaires, les obligations dérivées (droits différents) et les obligations composées (ajout de droits supplémentaires).

Les procédures d'émission, la fiscalité et le classement comptable de ces titres sont des questions à traiter avec une attention soutenue. Les documents contractuels sont lourds et complexes, les *term sheets* communiqués les résument.

Un produit fait souvent l'objet de différents aménagements internes ou propose plusieurs variantes ou options. Ceci conduit à la pratique du *tranching*, qui consiste à créer plusieurs tranches dans un produit exprimées par des lettres (tranches A, B, C…).

De la sorte on distingue plusieurs types de financements.

Tableau 6. **Types de financements**

Financement	Classique	Spécialisé	Structuré
Calibrage[1]	Non	Oui	Oui
Dans le bilan	Oui	Oui ou Non	Non
Avec recours[2]	Oui	Oui	**Non**
Garantie	Actif antérieur	Actif financé	Actif financé
Structure[3]	Non	Non	Oui
Dettes	Standard	Stand./*Leasing*	Hybride

1. Adaptation du service de la dette aux *cash flows* prévus pour l'actif financé.
2. Contre « l'emprunteur » (sponsor, promoteur).
3. Structure *ad hoc* nécessaire pour « porter » la dette.

2.3 Le levier fiscal

Les bénéficiaires de l'ingénierie financière raisonnent sur la valeur de leurs actifs, en termes de rentabilité financière nette, considérant le flux résiduel de trésorerie leur revenant net d'impôt. L'ingénierie fiscale vise à réduire l'imposition supportée par un bénéficiaire.

La réduction des impôts payés assure une forte contribution à la valeur, en raison des forts taux d'imposition (qui portent généralement sur de larges assiettes) et de l'immédiateté des gains (très forte valeur actuelle).

Cette forme « d'habileté fiscale » consiste à exploiter les failles du dispositif fiscal ou à choisir entre plusieurs possibilités celle qui conduit au paiement de l'impôt le plus faible.

Ce gain s'opère aux dépens de l'État, donc de la collectivité, qui se voit privée d'une ressource. On assiste à un transfert de valeur de l'État vers un bénéficiaire privé, qui observe une amélioration de son bien-être financier au détriment du bien-être collectif. Cet « égoïsme financier » peut être contesté par le fisc, un risque fiscal naît.

La réduction de l'impôt supporté peut être trouvée dans plusieurs voies, conduisant parfois au-delà des frontières du pays d'origine.

Les taxes considérées sont de deux natures : les impôts sur flux (opérations) et les impôts sur stock (patrimoine social ou personnel). Les taxations ne sont pas de même niveau pour les personnes morales et les personnes physiques.

1. Optimisation fiscale nationale

L'objectif est d'exploiter des faiblesses ou des opportunités du système fiscal en cherchant à privilégier une voie permettant de réduire l'impôt payé.

a. L'exploitation des dispositions fiscales favorables

Les textes présentent, volontairement (dérogation fiscale, choix de politique économique) ou non (lacune, vide) un ensemble de dispositions permettant, en parfaite légalité, d'alléger une charge fiscale.

Les spécialistes identifient ces possibilités, qui correspondent souvent à des « niches fiscales[58] », actives (supposant la réalisation d'une opération) ou passives (systématiques).

Les régimes de réduction de l'imposition (réductions et crédit d'impôts) permettent de réduire la base imposable par :

- des abattements de l'assiette imposable (ex. : taxation des plus-values de cession de valeurs mobilières) ;
- des amortissements dérogatoires d'actifs ;
- la gestion temporelle des déficits : report en avant (*carry forward*) ou en arrière (*carry back*) ;
- exonération de revenus ou actifs de l'assiette imposable (ex. : exonération des œuvres d'art et biens professionnels à l'ISF, investissements dans des FCPR ISF) ;
- la déductibilité spécifique de certaines charges particulières par la mécanique du crédit d'impôt attribué pour favoriser des activités (recherche par exemple).

Les régimes d'exonération d'impôts font que, dans quelques cas, un agent échappe au paiement d'un impôt précis, soit systématiquement, soit si des conditions particulières sont validées, par :

- une exonération de la taxation de plus-values de cession de valeurs mobilières en dessous d'un montant, pour départ en retraite ;
- un mécanisme d'avoir fiscal évitant une double imposition ;
- des exonérations de taxes pour les zones franches (zones de re-dynamisation urbaine et zones franches urbaines) ;
- une exonération d'impôt pour des activités (ex : revenus photovoltaïques).

58. Dont on estime le nombre à plusieurs centaines.

Le plafonnement de l'impôt payé, prévu par les textes, distingue :

→ un plafonnement monétaire (dans l'absolu), le montant de l'impôt ne pouvant excéder une somme définie ; c'est par exemple le cas de l'impôt forfaitaire pour quelques types d'entreprises ou des droits d'enregistrement de cession de valeurs mobilières,
→ un plafonnement relatif, au regard des revenus perçus, l'impôt ne pouvant en dépasser une fraction (cas du bouclier fiscal).

L'imposition différée qui décale dans le temps le paiement d'un impôt (réduisant sa valeur actuelle et soulageant la trésorerie) offre un certain levier fiscal.

Plusieurs formes juridiques génèrent directement un levier fiscal, c'est par exemple le cas des SNC, pour lesquelles l'imposition se fait au niveau des associés (qui peuvent, par exemple, imputer sur leur assiette fiscale une partie des pertes de la société), ou des SCOP qui disposent d'avantages fiscaux.

b. Les régimes d'imposition préférentiels de groupe

Il existe des régimes d'imposition de faveur pour les groupes. L'ingénierie financière, reposant sur une structure *ad hoc*, est éligible à ces régimes, sous réserve du respect de conditions.

Le régime mère-fille prévoit l'exonération des dividendes reçus par la mère, si elle détient plus de 5 % du capital. Cependant, 5 % du montant des dividendes distribués sont réintégrés au résultat imposable au titre des charges afférentes aux produits de participation. Les conditions d'obtention de ce régime sont la pleine propriété d'au moins 5 % du capital et l'engagement de conservation des titres pendant au moins deux ans.

Le régime d'intégration fiscale est favorable aux groupes et raisonne sur une « base imposable consolidée », comprenant tous les produits et charges du groupe. L'impôt est effectivement payé par la société demandant l'intégration fiscale de ses filiales qui répartit ensuite la charge de trésorerie de l'impôt entre les sociétés concernées. L'obtention de ce régime de faveur, pour les sociétés de droit français soumises à l'IS, suppose plusieurs conditions : demande formelle du régime à l'autorité fiscale, la société demandant l'intégration doit détenir au moins 95 % des droits de vote, avec clôture des comptes

aux mêmes dates pour des exercices de 12 mois. L'agrément des autorités fiscales est valable 5 ans.

Cependant, une limite (ayant connu un léger assouplissement) est liée à l'« amendement Charasse » (art. 223B al. 6 CGI) qui exclut du régime les montages sans réel changement de contrôle par rapport à la situation d'origine.

L'imposition est calculée sur le groupe en consolidant les assiettes fiscales des sociétés imposables en France avec celles des filiales étrangères et établissements stables contrôlés par le groupe. L'impôt est dû en France sur la base consolidée, on lui retranche la somme des impôts versés localement.

2. La défiscalisation internationale

La recherche de gains fiscaux peut passer par une ingénierie fiscale internationale *via* des dispositifs permettant de réduire l'impôt payé par des montages utilisant des véhicules étrangers.

Ceci peut s'avérer complexe à engager et expose à un risque de réintégration fiscale. L'article 209 b du CGI prévoit la réintégration dans l'assiette fiscale française d'opérations réalisées *via* des sociétés étrangères détenues à plus de 25 % assujetties à un taux d'imposition inférieur à celui applicable en France, correction faite de l'impôt payé localement.

Quelques possibilités existent, qui peuvent parfois contraindre à l'anonymat des montages pour éviter la re-taxation.

a. L'optimisation des prix de transferts

Les prix de transferts (prix de cession interne) constituent un levier fiscal connu, très surveillé par les autorités fiscales. Ils correspondent aux flux intra-groupe transfrontaliers relatifs à des prestations de services, des livraisons de biens et des opérations financières.

Ces flux internes ne sont pas à un prix de marché et permettent à un groupe de décider quelle structure va réaliser le profit et de le localiser géographiquement avec opportunisme. Ainsi, un groupe peut tirer avantage de différences de fiscalité en localisant le profit dans des structures et pays peu, voire pas, fiscalisés. Ceci permet de réduire le montant des impôts payés, par « *spliting* fiscal ».

Les pays craignant une expatriation des bases fiscales imposables ont défini des règles pour éviter ces minorations et, à partir de principes fixés par l'OCDE, procèdent à une correction de l'affectation des résultats et du bénéfice imposable.

Dans le cadre de ces règles, la détermination optimale des prix de transfert permet néanmoins au groupe de réduire, significativement, son imposition.

b. L'utilisation de structures fiscalement favorisées

On peut viser la réduction fiscale en utilisant une structure à faible taux d'imposition et y dénouer une partie de l'opération.

Il peut s'agir de structures classiques situées dans des pays à faible taux d'imposition global. Dans ce cas, la structure unique du montage peut y être logée, ou il peut être nécessaire d'organiser l'opération avec plusieurs structures, dont certaines situées dans ces pays à fiscalité favorable. On peut aussi envisager de loger un montage dans le pays où le taux d'imposition est préalablement négocié avec l'autorité fiscale.

On peut chercher à utiliser des structures défiscalisées, c'est-à-dire des sociétés spécialisées exonérées de taxation. De manière générale, il s'agit de sociétés *off shore* situées dans des pays réputés être des paradis fiscaux.

Ces sociétés *off shore* disposent dans plusieurs pays d'un avantage fiscal, toutes les opérations réalisées en dehors du pays (*off the shores*) ne supportent aucune fiscalité[59]. La société rend des services qu'elle facture ; elle ne supporte aucune fiscalité et peut distribuer ses résultats à ses actionnaires. En général, ces pays acceptent une forte opacité et un fonctionnement peu contraignant (peu d'obligations comptables). Les activités envisageables dans une *off shore* sont multiples : activité financière, cession de titres, *consulting*, import/export, distribution… Si le bénéficiaire le souhaite, il peut être masqué et représenté par des *trusts*, ou faire intervenir un *director nominee* qui crée la société et convient, avant son activation, par acte authentique confidentiel d'un transfert de pouvoir et de cession de parts en faveur du bénéficiaire. Une quarantaine de pays offrent ces structures.

59. Ces « paradis fiscaux » sont aussi des « paradis bancaires ».

Des pays ont créé des sociétés *off shore* dédiées à une activité spécifique : pavillon maritime, pavillon aérien, société pour consentir des licences, sociétés de *e*-commerce…

Le recours à des sociétés *off shore* est assez aisé, mais correspond à une soustraction volontaire à l'impôt, parfois à du blanchiment.

2.4 Le levier social

Le levier social suppose une relative prudence, l'objectif n'étant pas de créer de la valeur en « utilisant » les ressources humaines. Ce levier secondaire vise à inciter les équipes, et principalement la direction, qui gèrent au quotidien les actifs objet de l'opération d'ingénierie, à la performance et à la maximisation de leur valeur.
Ce levier doit permettre d'accélérer le dégagement de performance et la réduction du risque. Il s'agit d'une ingénierie à la fois financière et organisationnelle.

Les buts particuliers du levier social sont :

- ➔ de capter et enraciner les meilleurs managers (rassembler, fidéliser, éviter qu'ils ne partent) ;
- ➔ d'aligner les intérêts des managers sur ceux des investisseurs (réduire les conflits et coûts d'agence) ;
- ➔ d'obtenir un comportement pro-actionnarial (les faire penser et agir en actionnaires, convergence d'intérêts) ;
- ➔ d'inciter à une gestion efficiente au-delà des résultats standard (implication financière, contrôle, création d'un « bon stress »).

On peut ainsi anticiper une plus forte création de valeur par rapport à la gestion classique des ressources humaines, qui est ici « financiarisée ». L'incitation peut être implicite (risque de perte d'emploi, de réputation, de pouvoir) ou explicite (financière).

1. Ingénierie des rémunérations

Il s'agit d'orienter la rémunération vers l'incitation à la performance.

D'abord, la rémunération peut être structurée selon une logique incitative, distinguant :

- les salaires ;

- les avantages au personnel, souvent rémunération indirecte à fiscalité favorable (véhicules de fonction, téléphones portables, ou toute rémunération exonérée d'impôt) ;
- les bonus versés en fonction des résultats ;
- la participation légale aux résultats.

L'entreprise peut également mettre en place des outils incitatifs pour tout le personnel ou réservés à une catégorie :

- intéressement des salariés : dispositif conventionnel d'intéressement collectif, il repose sur une formule liée aux résultats et les montants générés sont disponibles ;
- système collectif d'épargne retraite : la société peut abonder en complément des investissements des salariés dans un plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO) ou un plan d'épargne retraite populaire (PERP) ;
- contrat collectif de retraite à cotisation définie, fonds de pension par capitalisation ou l'optimisation des indemnités de fin de carrière ;
- plans d'épargne salariale : épargne collective par capitalisation avec avantages fiscaux, au travers de plan d'épargne entreprise (PEE), plan d'épargne interentreprises (PEI) et plan partenariat d'épargne salariale volontaire (PPESV).

2. Les outils de motivation par l'accès au capital

La voie principale de motivation permettant l'alignement des intérêts des bénéficiaires du montage et de certains collaborateurs peut être trouvée dans l'accès au capital, permettant un partage des gains de l'opération (dividendes, plus-values). Le degré de présence au capital peut être modulé selon la performance (levier dynamique).

Les investisseurs acceptent un partage du gain, selon une logique de rétrocession de plus-values au-delà d'un seuil (ambitieux) prédéfini. Ceci repose sur un principe de solidarité (implication collective, sanction de ceux qui quittent le montage, incitation au dépassement).

Il existe de nombreux outils qui se distinguent selon :

- le régime d'imposition applicable ;

- la nécessité ou non d'un décaissement initial des cadres[60] ;
- un engagement initial ou au terme d'une période ;
- l'intéressement à l'entrée et/ou à la sortie ;
- la durée du « produit » retenu ;
- la base retenue pour juger de la performance : résultats (*earnings based*) ou valeur future de l'action (*stock based*).

a. Les outils légaux

Ces outils, définis par les textes, trouvent une articulation originale en ingénierie financière.

Les *stocks options* (options d'achat ou de souscription) sont limités à 10 % du capital. Leur exercice, pouvant être assorti de conditions de performance, impose le paiement du prix d'exercice convenu.

Les bons de souscription d'action, achetés à l'origine, peuvent être exercés sous conditions de performance.

La New Co. du montage permet d'envisager l'utilisation de Bons de Souscription de parts de créateurs d'entreprise, bons dérogatoires incessibles donnant droit de souscrire, à des conditions prédéterminées, à des actions.

La souscription d'actions de préférence permet une originalité incitatrice quant aux droits attachés aux actions.

L'attribution d'actions gratuites (limitée à 10 % du capital) permet, sous conditions, le transfert de titres au terme d'un délai.

b. Les outils conventionnels

Ces outils contractuels, utilisés sous conditions de performance, permettent de piloter l'accès au capital.

Les promesses de cession d'actions des promoteurs du montage aux managers, sous conditions de performance contractuelles, permettent l'achat d'actions à prix convenu à terme.

Le recours aux produits d'*Equity linked* permet aux managers d'investir dans des produits offrant à terme la possibilité d'accéder au capital sous conditions de performance. Il suppose l'utilisation d'OC ou le recours à des BSA.

60. En cas d'investissement par les cadres, la question du montant apporté se pose, tout comme celle de l'origine des fonds (épargne ou dette).

Le mécanisme de *ratchet* est l'outil usuel du levier social contractuel. Il organise l'accès différé au capital par palier, sous condition, et expose ou protège les managers de la dilution en capital selon le résultat de l'opération. Le mécanisme négocié au cas par cas est mis en place *via* l'exercice de bons *ratchet* (BSA, ABSA ou OBSA) achetés par les managers. Selon la performance finale, les managers peuvent exercer des points de capital complémentaires.

3. *Management package*

Les outils d'incitation sont regroupés dans le *management package*, négocié[61] dans la phase d'exécution du montage. Il suppose la fixation d'objectifs clairs (*business plan*) aux managers. Les modalités techniques du *Management Package* sont complexes.

Le *package* s'applique à un groupe de bénéficiaires déterminés avec précaution, du fait du risque supporté en cas d'échec du montage (surtout en cas d'endettement personnel) et de la revendication de participation de certains collaborateurs. Il suppose une bonne maîtrise des outils utilisés et donne accès à des informations confidentielles (d'où un impact organisationnel). On considère généralement trois cercles :

- 1[er] cercle : *top* management, petite dizaine de personnes[62] ;
- 2[e] cercle : management (quelques dizaines) ;
- 3[e] cercle : tous salariés permanents volontaires.

Pour chaque cercle, des outils d'intéressement spécifiques sont retenus selon l'objectif visé, la hiérarchie des montants à répartir et le profil des personnes concernées (patrimoine, sensibilité au gain et aux pertes).

La participation au capital peut être directe (investissement personnel au capital de la holding), indirecte *via* des structures intermédiaires[63] (par des véhicules) ou par portage. L'utilisation de structures intermédiaires est avantageuse : limitation du nombre d'actionnaires, de l'accès à l'information et simplification de la gestion des situations personnelles.

61. Les cadres se font parfois assister de prestataires spécialisés.
62. Souvent membres du Comité exécutif ou du Comité de direction.
63. *Man. Co.* (société des cadres) ou *Staff Co.* (société du personnel).

Les conditions d'intéressement peuvent être *pari passu* (mêmes conditions pour les managers et les majoritaires, au *prorata* du contrôle) ou favorisées pour les intéressés.

Les conditions de conservation des outils prévoient le cas du départ des cadres concernés, distinguant le *good leaver* (qui part « bien », en accord avec le montage) du *bad leaver* partant suite à un désaccord ou à un litige. Le principe est la conservation des avantages pour le *good leaver* et un solde au départ pour le *bad leaver*.

Tous ces outils sont gérés en trois phases : période d'acquisition, période de détention et cession.

Ils recouvrent des incitations à l'entrée ou à la sortie, ce qui amène à distinguer le « *sweet equity* » (mécanisme incitatif à l'entrée, investissement à l'origine) du « *sweat equity* », obtenu à la « sueur » de l'effort (mécanisme incitatif à la sortie).

2.5 Le levier opérationnel

Le levier opérationnel concerne l'actif (firme, portefeuille) faisant l'objet de l'opération d'ingénierie. Il vise le changement des méthodes de gestion courante pour permettre une maximisation de la valeur, amplifiée par les autres leviers.

Dans l'absolu, le levier opérationnel est producteur de valeur en tant que tel et ne suppose pas obligatoirement un montage sophistiqué. Il est composé d'un ensemble de choix de gestion qui n'auraient pas été pratiqués en dehors de l'opération d'ingénierie financière.

L'objectif du levier opérationnel pour l'actif concerné vise :

- ➔ la maximisation des flux générés (*free cash flows*),
- ➔ la réduction du risque généré pour ses détenteurs.

Sa mise en œuvre n'est pas neutre pour les différentes parties prenantes qui peuvent voir leurs conditions de coopération renégociées. Ce levier est une forme de ré-appropriation de la rente globale générée par l'actif.

Concrètement, l'ingénierie opérationnelle consiste à engager des solutions originales pour maximiser le ratio de rentabilité économique *cash* du portefeuille d'actif, le CROIC.

FCF/*Invested Capital* = **CROIC**

Le CROIC (*Cash Return On Invested Capital*) mesure la rentabilité *cash* de l'ensemble d'un portefeuille d'actifs.
Sa maximisation suppose celle du *Free Cash Flow* dégagé et l'optimisation du capital investi.

1. Le levier sur la marge

L'objectif est d'agir sur le compte de résultat (PnL) pour accroître la marge économique générée (EBITDA), « au-delà » de la gestion courante.

a. Maximisation des revenus

Cette acception du levier vise une forte accélération des revenus générés, envisagée par différentes actions assimilables à un « réveil et une dynamisation » commerciale :

→ un plan d'action marketing de support des ventes ;
→ une modification des conditions de rémunération de la force de vente (ex. : sur la marge encaissée) ;
→ la recherche de nouveaux canaux de distribution (revendeurs, agents, *e*-distribution) ;
→ l'exploration de nouveaux marchés sectoriels et géographiques.

La démarche peut être plus globale dans le cadre :

→ d'un *roll up* : mobilisation de toutes les ressources commerciales autour de l'offre actuelle ;
→ d'un *roll out* : activation rapide de tous les projets en cours (sortir du *pipe* tous les projets activables) ;
→ d'une recherche de solutions de croissance externe pour acquérir des firmes ou des actifs afin de capter immédiatement leurs revenus, par fusions-acquisitions ou *build up* ;
→ d'une recherche de possibilités de croissance conjointe par alliances avec d'autres opérateurs.

b. Réduction et modification des charges

Ce levier, plus aisé et rapide à engager, table sur l'existence de possibilités d'économies au sein d'une organisation. Il est mis en œuvre par un plan vigoureux induisant :

- un volet organisationnel : revue et adaptation des processus et procédures de gestion ;

- un plan d'économies dans l'organisation ;
- un *cost cutting* : réduction de charges par renégociation ou réorganisation (maintien d'une tâche mais réduction de son prix de revient) ;
- un *cost killing* prévoyant la suppression de tâches ou fonctions jugées superflues ou inutiles.

Ce plan induit des renégociations, voire des ruptures avec certaines parties prenantes (fournisseurs, salariés…), il peut s'avérer difficile et induire des coûts de résiliation.

La réduction des charges peut aussi être obtenue par externalisation :

- recours systématique à la location plutôt qu'à l'acquisition en recherchant des formules flexibles ;
- sous-traitance de fonctions accessoires ou marginales pour alléger une structure, obtenir de meilleurs coûts et, parfois, améliorer service et qualité ;
- recours à la délocalisation : sous-traiter une prestation dans un pays à bas coûts pour en réduire le prix de revient.

L'externalisation génère des difficultés (perte de savoir-faire, risque de fuite ou de piratage, faible maîtrise de fonctions, coûts liés à l'éloignement) mais s'avère aussi économiquement efficace que politiquement délicate à engager.

La réduction des charges peut aussi aller jusqu'à supprimer une activité déficitaire préférant une réduction de la taille créatrice de valeur (stratégie de *down sizing*).

Le levier opérationnel s'entend également dans une dimension relative au risque. Son engagement consiste à agir sur les charges et vise prioritairement l'**abaissement du point mort**, donc du risque économique de l'actif (exprimé par son β économique).

La réduction du point mort s'obtient par une restructuration opérationnelle visant à :

➔ réduire les charges fixes ;
➔ transformer le plus de charges fixes en charges variables ;
➔ réduire les charges variables (accroître la marge sur coûts variables).

2. La maximisation du *cash conversion*

Il s'agit d'accélérer et amplifier l'encaissement de la marge, en réduisant le Besoin en Fonds de Roulement ou *Working Capital*.

Cet objectif peut être atteint par l'application de procédures et/ ou l'utilisation de produits financiers spécialisés pour chacune des composantes du WC.

- La réduction des stocks peut être obtenue par la mise en place d'une gestion à flux tendus qui suppose la stricte planification des opérations, la mise en place d'une chaîne logistique et la stricte négociation des contrats d'approvisionnement. La sous-traitance permet également de minimiser la détention de stocks.
- La minimisation des créances clients passe par la mise en place d'un *credit management*, comportant une phase préventive (sélection des débiteurs et sécurisation juridique des actes commerciaux) et une phase curative dédiée au recouvrement des créances. Les créances clients peuvent être réduites en utilisant différentes techniques de cession : affacturage (*factoring*, contrat continu de cession des créances dès leur émission), *forfaiting* (cession ponctuelle de même type), titrisation de créances commerciales.
- L'accroissement du recours au crédit fournisseur est encadré par la loi sur les délais de paiement qui définit un délai plafond. La négociation de délais longs est favorable, les firmes peuvent également par termaillage allonger de manière opportuniste le crédit fournisseur. La technique du *reverse factoring* permet à une entreprise d'obtenir de longs délais en offrant à son fournisseur l'accès au *factoring* dans des conditions favorables.

3. L'optimisation du portefeuille d'actifs

L'accroissement de la performance passe par l'optimisation (minimisation efficiente) du portefeuille d'actifs employés.

La réduction du *Working Capital* contribue à cette optimisation, mais l'effort essentiel porte sur les actifs fixes, pour lesquels plusieurs solutions existent :

- recours à la location plutôt qu'à l'acquisition ;

- cession définitive des actifs non stratégiques ou sans utilité dans le portefeuille ;
- cession avec relocation des actifs stratégiques par la technique de *sale and lease back* qu'il s'agisse d'un *leasing*, d'un *capital lease* ou de locations opérationnelles.

Cette optimisation passe par une revue de tous les actifs détenus. Leur éventuelle cession génère une trésorerie non récurrente et réduit le montant des capitaux engagés.

2.6 Le levier informationnel

L'existence d'un levier informationnel est peu documentée en ingénierie financière, alors qu'il s'agit de techniques usuelles de la vie des affaires, commodes à engager. L'objectif n'est pas d'agir sur la valeur elle-même mais sur l'information qui permet de la mesurer.

Son fondement est par nature discutable, car on agit sur l'information financière émise, en complément ou substitution des autres leviers contribuant à la valeur. Le levier informationnel vise à modifier la perception de la performance du montage.
Il n'est pas sans rappeler un débat cher à Spinoza entre « l'être et le paraître ».

1. Les objectifs particuliers du levier informationnel

Ce levier est original car il ne crée pas de valeur mais cherche à agir sur l'information dans plusieurs buts :

- ➔ agir quantitativement sur les données de mesure de la valeur pour tenter de la faire s'accroître ;
- ➔ affecter, positivement pour le montage, les mesures de création de valeur faites par les *outsiders* ;
- ➔ envoyer un message positif sur la situation de la firme pour obtenir des partenaires un comportement plus favorable que celui qu'ils auraient eu si l'information n'avait pas été modifiée.

Les obligations de publicité légale imposent aux sociétés une transparence, les contraignant à révéler leurs données structurelles (publicité statutaire) et leurs données financières annuelles (publicité financière). Plusieurs agents disposent d'un accès complémentaire privilégié aux informations sur l'entreprise du fait d'un accès

fonctionnel ou contractuel (*covenants* d'information). Les montages d'ingénierie s'appuyant sur des structures sociétaires sont soumis à cette transparence.

Conceptuellement, le levier informationnel se propose d'agir sur les asymétries d'information qui existent entre les bénéficiaires du montage et l'environnement, en les amplifiant ou en les réduisant à leur guise.

En modifiant de la sorte l'information, le but est de chercher à affecter dans un sens positif la perception des acteurs de l'environnement et à influencer leur jugement. On espère orienter le comportement des acteurs visés dans un sens favorable au montage, c'est-à-dire manipuler les utilisateurs de l'information.

L'action sur l'information est une manipulation opportuniste du processus de diffusion des données afin d'agir sur le niveau de connaissance de certains agents. Elle modifie la frontière entre l'information privée et l'information publique, elle drape des données du voile du secret des affaires.

La théorie de l'information enseigne que la diffusion et la rétention d'information s'interprètent en coûts induits directs et indirects, qui affectent la valeur de la firme. Le levier informationnel prend alors toute sa dimension de levier affectant la valeur du montage.

2. Les outils du levier informationnel

Ce levier agit sur la transparence du montage soit en l'accroissant, conduisant à des révélations complémentaires aux obligations de diffusion d'information, soit en la réduisant par la retenue d'informations nécessaires aux parties prenantes et dont la loi prévoit la révélation publique.

La rétention de l'information

Dans un tel schéma, la société rouage du montage retient des informations qu'elle doit révéler.

Cette rétention peut être totale si la société ne diffuse aucune des informations qu'elle a l'obligation de publier ; elle prive alors l'environnement de toute information. Cette situation est difficile à

interpréter du fait de la confusion sur la justification de la rétention et le sens à donner à cette stratégie. Ne sachant quelles sont les informations tues, l'environnement n'est pas en mesure de réagir.
La rétention peut être partielle si la société ne révèle qu'une partie des données, avec retard ou dans un format impropre. Les utilisateurs ne disposent pas de toute l'information obligatoire dans le délai prévu et leur niveau de connaissance est affecté.

En cas de rétention, la société s'expose à des sanctions. Si elle est cotée en Bourse, elles sont sévères et systématiques, donc dissuasives. Pour des sociétés non cotées, fréquentes en ingénierie, ces sanctions sont clémentes et rarement prononcées, ce qui ouvre un champ d'action informationnel au montage. Au pire, après sanction, les informations seront révélées avec un retard tel que leur effet sera amenuisé.

La modification de l'information

La société peut chercher à respecter les contraintes d'information mais en révélant une information modifiée par rapport aux données originelles. En agissant sur le fond de l'information, la valeur des principaux agrégats comptables et financiers est modifiée, affectant la perception des tiers. Cette manipulation est faite dans un sens favorable à la société, elle peut consister à améliorer une performance insuffisante ou à dégrader une performance trop forte.

Cette modification peut être réalisée par plusieurs techniques :

- le choix de la date de clôture affecte l'information présentée, l'ingénierie privilégie la date d'arrêté des comptes qui affiche l'image financière la plus favorable ;
- certains choix de politique comptable permettent d'agir sur les données ; ces choix sont opérés dans le cadre des options légales offertes par la réglementation ;
- le *window dressing* consiste à modifier volontairement des données par des artifices techniques, cette comptabilité créative (ou cosmétologie financière) est sophistiquée ;
- l'information peut être affectée par les techniques de consolidation appliquées et les normes retenues ; la gestion du périmètre, le recours à des sociétés écran et la dé-consolidation affectent l'information.

Compléter l'information

Stratégie inverse des précédentes, on cherche ici à révéler plus d'informations que celles qu'il est obligatoire de publier pour faire apprécier positivement la performance par les observateurs. Il s'agit d'accompagner l'information obligatoire par une information volontaire.

En engageant une communication financière, le montage accroît le niveau d'information de son environnement et cherche à véhiculer un message favorable à ses intérêts.

L'information obligatoire peut être complétée de données stratégiques ou financières.

2.7 Synthèse

L'ingénierie financière mobilise de nombreux outils regroupés en six leviers, dont elle cherche l'engagement simultané.

Le montage traduit une solution et un arrangement original autour d'un actif cible de l'opération, au profit d'objectifs précis pour les bénéficiaires.

Ces leviers n'ont pas tous le même impact.

Tableau 7. **Impact des leviers d'ingénierie financière**

Leviers	Types	Outil central	Contribution à la valeur	Réversibilité
Juridique	Secondaire	Structures/Titres	Faible	Possible
Financier	Primaire	Dette hybride	Forte	Possible
Fiscal	Primaire	Défiscalisation	Forte	Délicate
Social	Secondaire	Intéressement	Moyenne	Difficile
Opérationnel	Primaire	Charges/Actifs	Forte	Difficile
Informationnel	Secondaire	Choix comptable	Faible	Délicate

CHAPITRE 3

Les domaines d'application de l'ingénierie financière

L'ingénierie financière est utilisée pour répondre à des problématiques originales que les outils de gestion financière classique ne permettent pas de traiter.

Chacune de ses applications suppose un montage sur mesure, c'est-à-dire une architecture plus ou moins créative et complexe pour « fabriquer » les supports de l'opération, selon un arrangement original, spécifique au cas d'espèce.

Les différentes applications envisageables font explicitement référence à un montage et implicitement à une opération à assez long terme (mise en place et fonctionnement), ce qui explique que l'ingénierie financière soit assimilée à des **opérations de haut de bilan**.

Pour ses multiples applications, on segmente habituellement l'ingénierie financière en deux selon qu'elle se consacre ou non au changement de contrôle. Cette vision restrictive ne couvre pas toutes ses applications, une approche plus générique est préférable.

Les montages d'un degré plus ou moins élevé de sophistication, durables ou plus ponctuels, s'appliquent à trois grands types de problématiques financières : la restructuration, le développement et la protection du contrôle d'un actif (firme ou patrimoine).

L'ingénierie financière correspond toujours à un moment clé, une étape importante de la vie de la cible de l'opération.

3.1 L'ingénierie financière de la restructuration

Les opérations de restructurations correspondent à une situation où une firme, un groupe ou un portefeuille d'actifs est l'objet

d'une réorganisation pour accroître sa performance. Selon leur but stratégique ou financier, ces opérations n'utilisent pas les mêmes montages.

1. Les restructurations stratégiques

Elles visent la réorganisation du portefeuille d'actifs détenus en vue de réorienter la stratégie suivie. Il peut s'agir de la concentrer sur un axe porteur, de retenir les options les plus créatrices de valeur, mais aussi de proposer une meilleure lisibilité aux investisseurs. Ces derniers apprécient les firmes ayant un *core business* ou affichant un seul métier clair devenant des *pure players*. Les restructurations stratégiques ont aussi une dimension financière (flux et image financière).

a. Les cessions d'actifs

Pour maximiser la valeur d'un portefeuille, la cession de certaines de ses composantes peut être nécessaire. Elle peut concerner des actifs non utilisés ou ne correspondant plus à la stratégie menée, ou encore des actifs baissant la valeur de l'ensemble. Cette opération peut aussi correspondre à une opportunité : céder un actif que le marché valorise, ponctuellement, fortement : on se sépare d'un actif dont la valeur future va baisser (gain d'opportunité).

Financièrement, la cession d'un actif génère une trésorerie disponible, qui peut être affectée à un réinvestissement dans une activité existante ou nouvelle (*relaunching*) ou pour modifier le financement (remboursement d'une dette, rémunération des actionnaires). Cette cession peut aussi correspondre à une stratégie de renouvellement des actifs : cession d'actifs anciens encore valorisés pour les remplacer par des actifs récents plus performants. Elle affecte le résultat net, positivement en cas de cession avec plus-value (après imposition de celle-ci) ou négativement en cas de moins-value. Selon les cas (type d'actif, normes comptables), ce flux est intégré à la marge économique ou en flux non récurrent, exceptionnel (*assets disposal*).

La cession d'actifs a des conséquences organisationnelles et sociales (effectifs associés) et peut générer des coûts induits.

Cette cession peut prendre différentes formes :

→ clientèle (fonds de commerce) ;

→ branche d'activité (département interne identifié géographiquement, par produit) ; ou
→ actif identifié ;
→ filiale ou participation.

Elle est aussi un signal perçu par l'environnement. Il peut être positif si la cession d'actif s'inscrit dans une politique d'ensemble, ou négatif si elle est perçue comme une contrainte pour éviter des difficultés.

La cession peut être réelle et externe (actif cédé à un investisseur tiers qui le paye), ou interne par cession ou apport à une structure intra-groupe (modification des structures, de l'image consolidée et de la valeur de l'actif).

Schémas de cession d'actifs

❒ Les cessions définitives : détourage

L'actif cédé sort du périmètre, le portefeuille d'actifs subit une réduction de taille (*down sizing*). L'opération est irréversible.

❒ Les cessions avec relocation : SLB

Pour des actifs stratégiques ou indispensables, la cession peut être purement financière et associée à un contrat de location maintenant l'actif dans le périmètre économique du montage. Il est vendu à un investisseur financier qui le loue à l'ancien propriétaire, dans une opération de *sale and lease back*. Cette location peut prendre plusieurs formes : *leasing*, location financière (*capital lease*) ou location opérationnelle ; elle correspond à une dette. La trésorerie est ponctuellement améliorée et l'image financière modifiée. Selon le type de contrat de location, celui-ci apparaît ou non en engagements hors bilan et peut échapper à la réintégration au bilan consolidé selon la norme comptable retenue.

Les principaux actifs cédés

❒ La cession peut concerner des actifs de production : machines et équipements, éventuellement des actifs incorporels.

❒ La cession d'actifs immobiliers

Ces actifs pèsent lourdement dans les comptes de leurs propriétaires

et constituent souvent une importante réserve de valeur. Leur cession peut concerner des terrains ou bâtiments non utilisés ou peut permettre la location d'autres locaux plus adaptés aux activités.

L'externalisation des actifs immobiliers est une pratique habituelle, elle concerne aussi les services immobiliers dans le cadre de contrat de sous-traitance (*facility management*). Il est possible de la réaliser dans le cadre d'une cession de bail à une société financière, d'un apport à une SIIC ou une société immobilière spécialisée. L'actif peut rester intra-groupe ou en sortir définitivement.

Cas de la cession de tous les actifs

Si un portefeuille d'actifs est totalement cédé pour le liquéfier, cette vente « par appartement » génère une coquille (*cash equity company*). Celle-ci peut être liquidée pour verser des fonds aux actionnaires (capital et boni de liquidation) ou être cédée. Parfois, des investisseurs peuvent rechercher une coquille, pour y abriter une opération, bénéficiant d'un avantage réglementaire, fiscal ou cosmétique (ancienneté, objet social de la coquille).

Il peut aussi s'agir de céder tous les actifs dans une opération de *lease back* global (*whole assets lease back*).

b. Réorganisation du portefeuille d'activités

Cette opération vise, à portefeuille d'activités constant, à en modifier l'organisation pour des raisons d'efficacité, de transparence ou pour générer des économies. Le but est de stabiliser et sécuriser la stratégie autour d'un découpage rationnel des activités.

Il s'agit de modifier le périmètre du groupe, en organisant les activités et participations avec plus de cohérence stratégique et financière, pour faire apparaître une tête de groupe et bâtir un organigramme cohérent, supposant des :

– cessions internes ;
– filialisations ;
– fusions ou scissions ;
– apports de titres ou d'actifs à des structures.

Techniquement, cette opération peut passer par l'isolement de structures fonctionnelles, immobilières, détentrices d'actifs incorporels

et/ou la création de sociétés spécialisées (selon la taille du portefeuille d'actifs).

Souvent les montages conduisent à la création d'une société holding, par le haut ou par le bas. L'impact comptable est notable : passage de comptes sociaux à consolider, modification des degrés de contrôle, traitement des survaleurs.

L'inconvénient essentiel concerne les conventions réglementées intra-groupe contraignantes et transparentes.

Dans une dimension internationale, cette ingénierie permet l'insertion de véhicules spécialisés étrangers et le recours au levier fiscal international, comme les prix de cession interne.

c. Les restructurations d'exploitation

Pouvant également viser un but financier, ces opérations redéfinissent la frontière entre ce qui est réalisé en interne et ce qui est confié à des tiers, c'est-à-dire arbitrer entre une activité en propre et la sous-traitance. Plusieurs gradations sont envisageables dans la sous-traitance selon le type de relation avec le sous-traitant, sa localisation et la nature de l'engagement.

On peut céder une branche d'activité concernant une fonction support complétée d'un contrat de sous-traitance avec le repreneur. On peut également envisager la suppression d'une activité (avec licenciements ou ré-affectation des personnels) pour la confier à un prestataire externe.

2. Les restructurations financières

Ces restructurations sont motivées par un strict objectif financier :

- accroître la valeur en supprimant une activité déficitaire ;
- limiter le risque financier ;
- modifier le financement pour en réduire le coût ;
- modifier la structure des capitaux investis et engagés.

a. L'optimisation de la gestion financière intra-groupe

Pendant de la réorganisation stratégique, on vise l'optimisation des flux financiers intra-groupe (gestion de trésorerie et financement). Au-delà des procédures classiques, plusieurs possibilités d'ingénierie existent.

La gestion de trésorerie de groupe peut être réalisée par des conventions de *cash pooling* ou de *cash netting*. Elle peut être facilitée par le recours à des véhicules financiers captifs, en particulier spécialisés et fiscalement avantagés.

Les échanges financiers internationaux supposent une ingénierie financière pour organiser et financer les flux réels, couvrir les risques de change et de contrepartie associés. L'optimisation peut être trouvée par les mécaniques de prix de transfert et des véhicules internationaux dédiés.

Globalement, l'ingénierie financière vise aussi la couverture des risques financiers, se rapprochant de l'ingénierie financière de marché, pour protéger un actif des différents risques auxquels il est exposé.

Sous ce titre « pudique », se logent souvent des opérations d'ingénierie fiscale visant à réduire l'imposition supportée.

b. La restructuration du financement

Cette ingénierie financière cherche à changer le financement d'un groupe, c'est-à-dire à modifier son *gearing*. Si l'objectif sous-jacent est de réduire le coût des capitaux, il peut aussi s'agir de rechercher un financement plus flexible et/ou de réduire des contraintes trop pesantes. Il s'agit d'opérations de *financial cleaning*.

L'opération part de la structure financière *ex ante* et par un ensemble de modifications aboutit à une structure *ex post* dont le coût sera plus faible ou dont les contraintes seront allégées. Mécaniquement, il s'agit de modifier l'équilibre financier et la proportion d'*Equity* et de dettes financières, à la hausse ou à la baisse. Outre un aspect technique, l'opération pose une question politique (contrôle) et modifie fortement l'image financière présentée à l'environnement. Le gouvernement d'entreprise est affecté par ces opérations qui dépendent du niveau de dette financière nette, c'est-à-dire du niveau d'actif financier liquide (et liquéfiable).

L'action sur le *gearing* peut s'inscrire dans différents contextes : volonté de revenir au *gearing* cible, modification des conditions économiques appelant à un changement du niveau de dette, modification des conditions de crédit (financières et *covenants*).

Cette restructuration peut se faire par :

- renfort d'*Equity* par apport de capital avec utilisation d'actions de préférence ou l'ouverture du capital ;
- allégement d'*Equity* par rachat d'actions, dividendes exceptionnels, réduction du capital… ;
- réduction de la dette : remboursement anticipé des crédits les plus contraignants, renégociation des conditions ou rééchelonnement ;
- endettement par recours à la dette classique ou hybride pour en réduire les inconvénients ;
- solution mixte.

Une société peut envisager de quitter le marché financier par une opération de *Public to Private* (P2P), si sa cotation en Bourse génère plus d'inconvénients que d'avantages (transparence financière, problème de non-couverture par les analystes, de liquidité, de valorisation, absence de besoin de levée de capitaux propres) ou si une autre opération financière est envisagée.

La réduction du risque de la firme s'inscrit dans les missions de l'ingénierie du financement. Afin de réduire le risque total ou d'affecter une baisse du risque à une prise de risque nouvelle, une opération peut viser la réduction du risque :

- économique : ensemble de moyens permettant de baisser le niveau de point mort ;
- financier : en réduisant la probabilité de défaut associée à la dette permettant d'obtenir de meilleurs *spreads* et un volume de crédit plus important ;
- en couvrant certains risques par des instruments, produits ou montages (recours aux captives d'assurance…).

L'ingénierie du financement peut concerner le réaménagement du capital, pour modifier le montant, la nature ou la structure des fonds propres du montage.

c. Ingénierie du redressement

Ces montages visent la restructuration financière des entreprises en difficultés pour maximiser leurs chances de redressement.

L'objectif est la réduction des difficultés et de la détresse financière (traitement des causes) et le maintien du financement pour éviter la rupture de trésorerie fatale (traitement des conséquences).

Selon que les difficultés sont accidentelles ou le résultat d'un lent processus de dégradation, la marge de manœuvre n'est pas identique et dépend du droit de la faillite applicable ; celui-ci peut être pro-créancier (visant prioritairement leur indemnisation) ou pro-débiteur (privilégiant le redressement de l'entreprise[64]). En cas de difficultés, l'asymétrie d'information devient fort coûteuse[65] et les intérêts divergent entre actionnaires, managers et créanciers.

L'ingénierie du redressement tient en un arbitrage de valeur. Les investisseurs n'ont intérêt à la poursuite de l'activité que dans la mesure où la valeur de continuation du portefeuille d'actifs est supérieure à sa valeur de liquidation.

Un plan de restructuration opérationnel comprenant un ensemble de mesures cherche à endiguer les difficultés et à réduire la tension de trésorerie. Son but est de mettre un terme à la crise et de maintenir la valeur de continuation supérieure à celle de liquidation. Ces mesures sont difficiles à engager et supposent la confidentialité pour éviter des réactions négatives. Il s'agit de redresser le *cash flow* opérationnel et de limiter les sorties de trésorerie. Il peut conduire à céder des actifs afin de disposer du *cash* permettant d'éviter la cessation des paiements.

Des solutions doivent être trouvées de manière extrajudiciaire avec les créanciers pour éviter la faillite. Une réorganisation privée par négociation (*bargaining*) a pour but le redressement sans recours aux procédures. Un plan d'apurement des dettes peut être convenu dans un montage sujet à l'adhésion des créanciers. Il peut être totalement privé ou être mené dans le cadre des procédures de conciliation ou de sauvegarde.

Selon l'issue de la crise, le recours aux procédures judiciaires peut s'imposer. L'ingénierie a alors deux buts :

- « choisir et bénéficier » de la procédure de faillite la plus adaptée aux objectifs des bénéficiaires parmi toutes les procédures existant ;
- réussir à défendre les intérêts des bénéficiaires dans le cadre de la procédure qui voit le juge et des mandataires judiciaires prendre le contrôle et la conduite des actifs.

64. Comme en France où le sauvetage de l'emploi est une priorité.
65. Le dilemme de l'entreprise en difficultés est de taire ou révéler ses problèmes.

d. Les opérations de restructuration du bilan

L'ingénierie financière concerne, plus classiquement, la restructuration du bilan, au travers de deux types d'opérations.

Titrisation

Technique financière courante avant la crise financière, la titrisation (*asset based securitization*) permet d'alléger et liquéfier le portefeuille d'actifs. Un cédant (*corporate* ou institution financière) vend des créances à un véhicule *ad hoc* (de titrisation) qui paye un prix convenu, c'est une cession réelle (*true sale*). Le véhicule (SPV) se finance par une émission obligataire auprès d'investisseurs, dont le service est assuré par les flux financiers générés par les actifs cédés. Idéalement, le véhicule doit être isolé du cédant pour limier sa consolidation et éviter toute contagion en cas de difficultés dans le montage. Le SPV mobilise une ligne d'*Equity* et un ensemble de dettes junior et senior. L'opération suppose l'intervention de plusieurs acteurs (arrangeur, recouvreur, dépositaire, gestionnaire d'actifs, agences de *rating*…). Au passage, le SPV cherche à réduire le risque portant sur les *cash flows* attendus des actifs titrisés par une couverture (assurance, dérivés, rehausseurs de crédit).

De nombreux actifs peuvent faire l'objet de titrisation : créances hypothécaires, prêts, créances commerciales, mais aussi des actifs réels (immobiliers, flottes d'avions ou de navires, risques d'assurance ou *cash flows* futurs d'un portefeuille d'actifs – *whole business securitization*).

Défaisance

Les opérations de défaisance (*defeasance*) correspondent à l'origine à une restructuration du passif [66]. Une structure endettée transfère à un tiers une dette et des éléments d'actifs afin d'en assurer le service à partir des flux de trésorerie générés par ces actifs (flux d'exploitation ou de cession). La cession de dettes pose des problèmes juridiques quant à la structure cessionnaire, idéalement un *trust* ou un véhicule fiduciaire. La dette et son service sont sortis du bilan et transférés à un tiers.

Globalement, la défaisance permet à une structure de se séparer d'actifs (défaisance active), souvent « compromis », dans un objectif

66. Défaisance passive.

de déconsolidation, devenant un outil global de restructuration. On envisage alors de céder à une structure de cantonnement des actifs problématiques qui les finance par une mise en *Equity* et dette, s'assimilant à une forme « dérivée » de titrisation. Si la structure est autonome et externe, elle permet la déconsolidation des actifs.

3.2 L'ingénierie financière du développement

Dans l'hypothèse favorable de la croissance d'un actif, surtout d'une firme, l'ingénierie financière peut avoir pour but de permettre, sécuriser et contribuer à valoriser le développement optimal, tant pour structurer la croissance que son financement.

1. La croissance de la firme

La croissance interne, organique, est la voie originelle du développement et de la création de valeur.

Afin de traiter ses inconvénients (délai de retour sur investissement, risque économique, limitation au champ de compétence, dépendance de la part de marché), des voies alternatives peuvent permettre l'accélération de la création de valeur.

a. Croissance conjointe

La croissance conjointe est réalisée dans le cadre d'accords avec des partenaires qui conviennent d'agir de manière concertée, de mettre en commun certains moyens et de partager des compétences. Il s'agit d'alliances qui peuvent correspondre à un projet identifié ou être les prémices d'un rapprochement définitif.

Ces accords coopératifs sont des arrangements volontaires entre partenaires, ils couvrent un large éventail et peuvent associer des firmes concurrentes ou non, situées ou non dans le même pays et opérant dans des secteurs identiques ou différents. Le but de l'alliance peut être :

→ la co-intégration : chaque membre de l'alliance utilisant les résultats dans ses processus ;
→ la concentration : fabrication d'un produit commun ;
→ complémentaire : vente du produit de l'allié.

Les alliances peuvent être des alliances d'exploitation ou d'exploration, qui visent l'échange, le partage ou le co-développement de produits ou services.

Si elles se singularisent par leur coût « raisonnable », leur flexibilité (constitution et fonctionnement) et leur réversibilité, elles, posent des problèmes relatifs aux objectifs des alliés, au risque de comportement opportuniste, au contrôle et à la propriété intellectuelle des actifs développés en commun.

L'alliance peut être informelle ou plus formalisée.

Alliances contractuelles

Il s'agit d'alliances sans prise de participation (*non-equity based alliances*) qui sont régies par un outil contractuel qui définit les responsabilités de chaque partie, les modes opératoires et les dispositions applicables pour le développement ou l'arrêt de la coopération. Le levier juridique contractuel en est le rouage.

Ces alliances peuvent être organisées dans des contrats de distribution, de franchise, de R & D…

Alliances avec lien en capital

Ces alliances avec prise de participation ou *equity-based alliances* passent par une opération en capital (de degré variable) entre les alliés (investissement minoritaire, participation croisée ou réciproque) ou dans une structure conjointe (*joint ventures*) de type co-entreprise.

La création d'une JV renvoie au choix de sa forme juridique (souvent une SAS) et à la rédaction du pacte prévoyant les dispositions applicables entre les associés. Elle mobilise les leviers juridiques et financiers.

Alliances Public-Privé

Une nouvelle forme d'alliances s'est développée depuis quelques années. S'inscrivant dans le mouvement de coopération entre le public et le secteur privé, le Partenariat Public-Privé est devenu une forme courante de croissance conjointe pour un opérateur privé.

Ce type d'alliance correspond à une coopération entre une entité

publique et une firme privée pour la réalisation d'un équipement public.

Le PPP peut également prendre deux formes :

- structure commune entre public et privé : GIP ou SEM[67],
- contrat où une entité publique confie un projet à un opérateur privé (contrat de délégation de service public, contrats immobiliers[68] et contrats de partenariats).

De nombreux montages peuvent être envisagés pour les PPP avec plusieurs variantes, en particulier quant au levier financier pour financer le projet et gérer les flux générés, autour de la société de projet (*special purpose company*).

b. Croissance externe

La croissance externe est l'un des modes de développement privilégié des acteurs économiques.

Elle consiste à acquérir tout ou partie d'entreprises cibles afin de consolider et accélérer la création de valeur. Répondant à de nombreux objectifs économiques et financiers, elle suppose des montages originaux et sophistiqués pour procéder à l'acquisition et intégration des cibles.

Elle correspond aux opérations de fusions-acquisitions qui peuvent intervenir sous de nombreuses formes. Cette ingénierie financière du changement de contrôle diffère selon que la prise de contrôle concerne une société cotée en Bourse ou non.

Prise de contrôle des sociétés cotées en Bourse

La Directive Offres Publiques, transposée en droit français en 2006, fixe le cadre, les modalités, le déroulement et les différentes options de à la prise de contrôle d'une société cotée.

Une offre standard ne suppose pas une ingénierie particulière, mais souvent un montage est nécessaire pour optimiser l'opération : convaincre les actionnaires d'apporter leurs titres, modalités de paiement (type et flexibilité), gestion des réactions et des moyens de défense.

67. Groupement d'intérêt public et Société d'économie mixte.
68. Baux emphytéotiques et autorisation d'occupation du domaine public.

Prise de contrôle de cibles non cotées

Ces *private deals* ne sont pas régis par un texte précis et relèvent d'un accord contractuel entre les parties sur la chose et le prix.

L'ingénierie intervient à trois niveaux.

❐ En amont : la préparation

Un montage préalable peut permettre d'optimiser les conditions de cession (vente et prix) par une réorganisation, une customisation aux attentes des acheteurs et un traitement patrimonial du cédant.

❐ Durant l'opération

Il convient de choisir un mode de négociation (*open bid*, gré à gré ou *one to one*), et éventuellement d'opter pour un *dual track* (projet conjoint de cession privée ou d'introduction en Bourse).

❐ En aval : la finalisation

Au terme d'un processus graduel de révélation d'information et de la négociation entre les parties, un accord est formalisé dans le contrat d'acquisition : *shares purchase agreement* (SPA). Ce SPA traduit une ingénierie financière originale de cession, qui porte sur trois aspects principaux.

★ La structuration juridique

Mécanique juridique retenue pour le SPA, clauses traduisant l'accord entre vendeur et acheteur, conditions de réalisation.

★ La structuration du prix

En respectant les contraintes légales d'établissement du prix (réel, sérieux, non dérisoire, déterminé et fondé), les parties doivent traiter de nombreuses contraintes. Le prix comprend un prix de base faisant l'objet d'ajustements encadrés pour prendre en compte d'éventuelles différences entre les données présentées par le vendeur et la réalité ; il intègre aussi un complément (*earn out*) payé si la cible réalise dans le futur les performances présentées par le cédant.

L'ingénierie du prix concerne aussi son paiement (mode, délai, indexation, réinvestissement, remontées éventuelles avant cession).

★ La mise en place de garanties

Le consentement et le prix sont élaborés sur l'information de bonne foi remise par le cédant. Si après la cession, la cible enregistre une perte de valeur due à un événement antérieur à la cession et inconnu du repreneur, le vendeur doit indemniser le repreneur de cette perte de valeur (dans un délai et dans la limite d'un plafond convenus).

Ces trois aspects imposent une ingénierie sophistiquée pour traiter ces questions et leur dénouement financier[69].

Les modalités de la prise de contrôle

Lors d'une acquisition, une ingénierie de la prise de contrôle est dédiée à la réalisation concrète de l'opération. Elle consiste à bâtir le montage en retenant parmi toutes les solutions possibles la meilleure voie.

❐ Prise de contrôle par les actifs

Le repreneur peut acheter des actifs particuliers (fonds de commerce, branche d'activité, tout l'actif) ; il peut aussi envisager la location (location-gérance, *whole corporate leasing*) ou réaliser la prise de contrôle par un apport partiel d'actif à la cible rémunéré en actions.

❐ Prise de contrôle par les titres

Le repreneur peut acheter les titres (paiement *cash*) ou procéder par échange d'actions entre actionnaires ou structures, permettant de construire plusieurs variantes (*sisters companies*, *dual companies*).

❐ Prise de contrôle par fusions ou scissions

Cette ingénierie, très juridique, passe par les structures et offre de nombreuses possibilités combinables entre elles. Opérations lourdes et formelles, elles sont assorties d'un régime fiscal de faveur.

Les fusions (*mergers*) peuvent être réalisées par : fusion-absorption,

69. Incluant les aspects fiscaux et les risques de contrepartie en découlant.

fusion-réunion, fusion à l'anglaise ou fusion rapide (transmission universelle du patrimoine).

Les scissions (*demergers*) diffèrent selon qu'il s'agit de se séparer d'une filiale, cas où on peut procéder par *spin off* (par les dividendes), par rachat d'actions (*split off*), par essaimage ou par détourage (*equity carve out*). On peut aussi réaliser une scission classique (*split up*) donnant naissance à de nouvelles entités (*New Co.*).

2. Le financement du développement

Le développement d'une firme lui impose la maîtrise de son financement. Un montage d'ingénierie du financement est souvent nécessaire ; il associe parfois le levier social pour motiver et récompenser les équipes (prise de participation, outils d'intéressement).

a. Ouverture du capital

L'ouverture du capital, qui permet l'apport de fonds propres, génère une dilution du contrôle de l'actionnaire d'origine.

L'ouverture du capital privé

Dans ce cas, les actionnaires accueillent un investisseur par augmentation de capital réservée. Le levier juridique permet le choix du type de titres émis, la création d'actions de préférence et la signature d'un pacte.

Il peut aussi s'agir d'ouvrir le capital à des collaborateurs ou de chercher une redistribution du capital entre actionnaires d'origine.

L'appel au marché

Une société peut envisager son introduction en Bourse pour lever des capitaux. L'opération est encadrée par la loi qui prévoit un déroulement précis de l'opération. L'ingénierie financière se consacre au réglage technique de l'opération (type de titres, clauses d'introduction[70], choix de *book building* et gestion du flottant).

L'appel au marché peut être réalisé de manière originale par des véhicules spécialisés :

---

70. Extension, *claw back*, *green shoe*.

→ SPAC (*special purpose acquisition company*) : coquille dédiée à l'acquisition sous conditions de cibles ;

→ STAC (*special trust acquisition company*) : coquille chargée d'acquérir des cibles selon une logique de *trust* ;

→ BDC (*business development company*) : coquille destinée à développer une activité (*start-up*).

b. Financer la croissance externe

La croissance externe, lourde au plan financier, impose un soin particulier pour son financement, le prix de marché de ces opérations étant *a priori* élevé.

Cette ingénierie financière est délicate, elle doit concilier les attentes des parties (modalités de paiement) et ses conséquences en termes de valeur (conséquences sur le BPA et le WACC) et d'image financière.

Le paiement en titres génère une dilution du contrôle et affecte le BPA ; il génère également un risque de liquidité sur les titres reçus.

Les cédants préfèrent souvent un paiement *cash*. Les acquéreurs peuvent alors utiliser leurs réserves de trésorerie, augmenter leur capital (impact dilutif) ou céder des actifs non stratégiques. Ils peuvent aussi chercher à utiliser la trésorerie actuelle et potentielle (ventes d'actifs, endettement) de la cible pour faire payer une partie du prix par celle-ci. Ce montage est proscrit en droit français par l'article 225-216 du Code de Commerce. Plusieurs leviers permettent cependant d'accommoder cette interdiction, par une optimisation des remontées, l'interposition de conventions (*cash pooling*) ou de véhicules financiers spécialisés.

Le recours à la dette d'acquisition apparaît souvent comme une solution qui permet de dénouer les opérations en *cash*, de ne pas exposer le montage à une dilution et de bénéficier de l'effet de levier de la dette qui permet, sous conditions, une optimisation du coût des capitaux (WACC).

Le montage financier cherche alors à maximiser la dette d'acquisition en obtenant des créanciers un relâchement des contraintes, repoussant le niveau d'endettement optimal à un levier plus fort. En contrepartie de ces aménagements, les créanciers vont exiger des *spreads* de crédit plus élevés (restant acceptables tant que le coût

de la dette reste inférieur au coût de l'*Equity*), des garanties et des *covenants* contraignants. Le financement d'acquisition constitue l'une des principales applications (probablement la plus sophistiquée) des dettes hybrides. Un *package* de financement est négocié avec un allégement (partiel) des contraintes de rémunération et de remboursement (dettes subordonnées, Quasi *Equity*, dettes hybrides).

Pour traiter les contraintes résiduelles de la dette, la société cible acquise fait l'objet d'un nantissement au profit des créanciers financiers. Une pression s'exerce sur elle pour assurer les remontées nécessaires au service de la dette. L'optimisation du montage est obtenue en isolant l'acquisition des comptes de l'acquéreur, c'est-à-dire en logeant la cible dans un véhicule dédié à l'acquisition.

c. Financement de projets

Dans le cas d'un projet d'une certaine envergure, une ingénierie particulière de financement est nécessaire.

La notion de projet renvoie à une opération de grande ampleur, relativement complexe et aléatoire souvent menée sur un long terme. Il peut s'agir d'une infrastructure ou d'un très important investissement (au regard du bilan du promoteur).

L'initiateur du projet n'a souvent pas les moyens de lever le financement ni de supporter seul les risques du projet.

Le projet présente des aléas particuliers (risques de non-achèvement, de prix de revient, de retard, d'exploitation et de marché), éventuellement amplifiés de risques politiques, géostratégiques ou réglementaires.

Le promoteur cherche à transférer ces risques et dé-consolider au maximum l'opération et son financement, tout en captant sa rentabilité.

Un montage financier particulier est organisé autour d'un SPV qui lève des financements structurés.

d. Le cas particulier des LBO

L'ingénierie financière vise à amplifier et accélérer la création de valeur par un montage original mobilisant plusieurs leviers.

La réussite des opérations, la logique même de leur structuration, la

recherche d'engagement optimal des outils et l'objectif de réversibilité conduisent, dans la majorité des cas, à bâtir l'opération autour d'une structure *ad hoc* autonome qui détient l'actif concerné et qui mobilise, le cas échéant, les leviers.

Face à toutes les applications possibles de l'ingénierie, un montage type apparaît comme « le standard », apte au traitement de quasiment toutes les situations ; ce montage générique est le *Leveraged Buy Out*. Popularisé et systématisé par les investissements des Fonds de *Private Equity*, ce montage est d'abord le mode d'engagement privilégié de l'ingénierie financière. Il permet d'atteindre les objectifs de maximisation de la valeur en limitant le risque du montage par la dissociation et la réversibilité qu'il génère.

Le LBO est une opération où un investisseur constitue une structure *ad hoc* destinée à s'endetter pour porter un projet (acquisition, reprise, investissement, projet). Son application principale est l'acquisition de sociétés cibles par endettement. L'avantage de ce montage tient en sa novation (structure, titres, objet) et l'externalisation et dissociation qu'il permet. Ce véhicule facilite l'engagement des leviers fiscaux, sociaux et informationnels et suppose (contraint à) l'engagement d'un levier opérationnel au niveau des actifs portés.

Ce montage générique peut être décliné dans de très nombreuses versions selon le type de sponsor, d'actif détenu et selon sa structure d'endettement.

3.3 L'ingénierie financière de la protection

L'ingénierie financière peut être sollicitée aux fins de protéger un actif au profit de son détenteur, de le protéger dans le temps ou à l'occasion d'un événement le concernant.

1. La protection du patrimoine privé

L'ingénierie patrimoniale se consacre à l'optimisation de patrimoines privés détenus par des personnes physiques. Composé d'un ensemble d'actifs de différents types, ses détenteurs souhaitent le protéger contre des risques d'éparpillement et de perte de valeur, mais aussi contre une fiscalité qu'ils jugeraient excessive. Ces montages sont

surtout nécessaires en phase de transmission du patrimoine à titre gratuit ou onéreux.

L'ingénierie patrimoniale de détention

Elle se consacre à l'optimisation de la détention du patrimoine privé par ses bénéficiaires.

Les montages concernent :

- le choix des structures et modalités de détention : directe ou *via* une structure familiale, choix de la localisation ;
- l'optimisation fiscale des revenus patrimoniaux ;
- la structuration et gestion du portefeuille d'actifs,
- la consolidation du portefeuille.

L'ingénierie patrimoniale de transmission

La transmission du patrimoine suppose un montage d'optimisation de la valeur nette du patrimoine transmis. Ces opérations d'ingénierie diffèrent dans leurs buts et complexité selon qu'il s'agit d'une transmission à titre gratuit (de son vivant ou en cas de décès) ou à titre onéreux (opération de cession envisagée du côté vendeur).

2. La protection du contrôle d'une firme

La question de la protection du contrôle est récurrente en finance et l'ingénierie financière apporte de réelles solutions.

a. Légitimité et portée de la protection du contrôle

Elle répond à l'objectif d'investisseurs cherchant à contrôler une firme sans en détenir la totalité du capital.

Elle peut être envisagée de manière :

- ► active : pour détenir un contrôle sûr (quasi certain) sans posséder 100 % du capital,
- ► défensive : pour chercher à faire tomber cette protection si un investisseur souhaite prendre le contrôle de la firme protégée.

Les moyens de défense sont au service du contrôle mais ne peuvent

aboutir à rendre des titres incessibles : les actions sont par nature des valeurs mobilières inaliénables. Si des titres étaient invendables, leur prix serait nul.

L'objectif n'est pas de verrouiller ni bloquer le contrôle mais de mettre en place un système de protection pouvant être désactivé à l'initiative de son bénéficiaire dès qu'il le souhaite. Pour qu'une offre d'achat convienne à un actionnaire, celle-ci doit être amicale (transmission volontaire et assumée) sur une base de prix acceptable.

La protection du contrôle contribue à maximiser la valeur en :

- obligeant à la négociation entre les parties rendant l'offre amicale,
- contraignant à une valorisation plus élevée.

De nombreux outils garantissent une réelle défense, parfois infranchissable, ils présentent un caractère dissuasif suffisamment crédible pour atteindre leurs objectifs.

Discutées techniquement et juridiquement, ces stratégies ne sont pas sans risques quant à leur réversibilité réelle (délai) et à leurs conséquences juridiques. Pour leur mise garantissant une option de sortie (annulation de l'instrument), il est préférable d'utiliser un SPV inséré dans l'organisation. Parfois proscrits par le droit local, il est fréquent que ces véhicules soient domiciliés dans des pays plus « souples et accueillants ».

b. Les outils de protection du contrôle

La protection du contrôle peut être obtenue de différente manière.

Dissocier le pouvoir du capital
Le levier juridique permet le choix de certaines formes sociales, de types d'actions de préférence et de constructions (participations réciproques, croisées).

Fidéliser l'actionnariat
Un actionnariat fidèle est peu enclin à céder ses titres à une offre, cette fidélité peut être obtenue par une bonne performance, un lien contractuel (pacte) ou des systèmes de rémunération de la fidélité. Ouvrir le capital à des actionnaires fidèles assure une relative protection (famille, État, noyau dur, chevalier blanc, salariés).

Limiter la circulation du capital

Cette limitation peut être obtenue par des clauses statutaires (agrément, préemption) ou contractuelles (clauses de sorties), ou par des stratégies (*pac man*, batailles juridiques).

Le recours aux « dispositions »

Ces outils regroupent aussi bien la limitation statutaire des droits de vote que les pilules empoisonnées qui constituent une menace dissuasive pour un acquéreur hostile (ces outils déverseraient un « poison » en cas de cession du contrôle, qui pourrait fortement dégrader la cible).

La protection par des outils de gestion

Plus simplement, une gestion pertinente des mandats des commissaires aux comptes ou des administrateurs (*staggered boards*) et des conseils assure une certaine protection, tout comme la limitation des pouvoirs des dirigeants.



CONCLUSION

L'ingénierie financière est souvent abordée de manière empirique, comme un ensemble de montages possibles pour répondre à des problématiques financières particulières.

Elle doit cependant faire l'objet d'une appréhension plus structurée, et être replacée dans un cadre analytique plus complet. Ainsi, peut-elle être considérée comme une discipline dont l'objectif est l'accélération et l'amplification de la valeur créée par un actif (firme ou patrimoine) au profit de ses détenteurs. Elle se situe au-delà de la finance classique, courante et conventionnelle.

Un grand nombre d'outils peuvent être regroupés en leviers thématiques, primaires ou secondaires selon leur contribution à la valeur. Ces leviers sont mis en œuvre au travers d'un arrangement original, spécifique au cas d'espèce, et souvent sophistiqué ; le montage est le rouage de l'ingénierie financière.

Elle suppose, par définition, une certaine ingéniosité pour identifier une solution possible, sélectionner les outils et les arranger de manière efficiente, tout en maintenant une option de réversibilité permettant l'interruption du montage, si nécessaire.

L'examen des montages d'ingénierie financière fait apparaître un montage type, presque systématiquement mis en œuvre. Il s'agit de créer une société holding qui détient l'actif objet de l'ingénierie et dont le capital est contrôlé par le bénéficiaire (sponsor). L'engagement très fréquent du levier financier (par endettement de la holding) donne alors naissance au montage standard de l'ingénierie financière : le *Leveraged Buy Out*. Véritable « générique », le LBO permet l'engagement simultané de quasiment tous les leviers et constitue une forme d'aboutissement de l'ingénierie. Bien qu'il ne lui soit pas propre, étant une construction générique, le montage de LBO est poussé à son paroxysme dans le cas du *Private Equity*.

Ses multiples applications ont été organisées en trois grands domaines : la restructuration, le développement et la protection. Ils montrent l'important rôle de l'ingénierie en finance moderne.

Les résultats de l'ingénierie financière sont souvent probants, elle permet d'accroître la performance et de réduire le risque, de manière significative au-delà des résultats de la gestion classique. Très utilisée dans les opérations financières de changement de contrôle, elle montre également son intérêt dans bien d'autres situations.

Des critiques ont pu émaner au regard de quelques montages sulfureux ou du recours à des instruments, en particulier fiscaux, qui cherchent à réduire l'imposition ou à extraire des capitaux du circuit régulier. Si des abus ont pu être sanctionnés, à juste titre, on ne peut que condamner l'utilisation des montages dans une logique de fraude.

L'ingénierie financière doit, en toute légalité, rester une construction élaborée pour traiter une question financière non résolue par les solutions courantes. Elle doit, comme toutes les activités économiques et financières, être utilisée avec prudence et éthique.

SCHÉMAS & TABLEAUX

BIBLIOGRAPHIE

BOIZARD M., RAIMBOURG Ph. *et al.* (2014), *Ingénierie financière, juridique et fiscale 2014/2015*, 1918 p.

CHOINEL A. (2000), *Introduction à l'ingénierie financière*, 3e éd., Revue Banque Édition, 504 p.

DESBRIÈRES P. (1995), *Ingénierie financière*, Litec, 200 p.

DOM J.-P. (1998), *Les montages en droit des sociétés*, Joly Éditions, Pratique des affaires, 576 p.

GENSSE P. et TOPSACALIAN (2003), *Ingénierie financière*, Economica, 356 p.

POITRINAL F.-D. (2010), *Le Capital-Investissement, Guide juridique et fiscal*, Revue Banque Édition, 756 p.

MOULIN J.-M. (2013), *Le droit de l'ingénierie financière*, 4e éd., Gualino lextenso éditions, 576 p.

SILLERO A. (2001), *Ingénierie juridique et financière*, Eska, 160 p.

THOMAS Ph. (2012), *LBO. Montages à effet de levier* – Private Equity, Les Essentiels de la Banque et de la Finance, 2e éd., Revue Banque Édition, 128 p.

THOMAS Ph. (2012), *Principes de finance d'entreprise.* Corporate finance – *Création de valeur*, 2e éd., Les Essentiels de la Banque et de la Finance, Revue Banque Édition, 128 p.

VERNIMMEN P., QUIRY P. et LE FUR Y. (2013), *Finance d'Entreprise*, Dalloz, 1219 p.